全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Snowball Investment

雪球投资

一个價值投資者的股市札記

林起 著


经济科学出版社
Economic Science Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Snowball

雪球投资

Investment

林起 著



经济科学出版社
Economic Science Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

雪球投资：一个价值投资者的股市札记/林起著.
—北京：经济科学出版社，2010.12
ISBN 978-7-5141-0053-2

Ⅰ.①雪… Ⅱ.①林… Ⅲ.①股票-证券投资
Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 211039 号

责任编辑：周国强
责任校对：刘 昕
技术编辑：邱 天

雪球投资
一个价值投资者的股市札记
林 起 著
经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142
编辑部电话：88191350 发行部电话：88191540
网址：www.esp.com.cn
电子邮件：esp@esp.com.cn
北京三木印刷厂印装
787×1092 16 开 18.25 印张 330000 字
2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-5141-0053-2 定价：39.80 元
（图书出现印装问题，本社负责调换）
（版权所有 翻印必究）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

在好久以前就有冲动写一本介绍自己投资方法的书，一直没写是因为一来时间上没有这么大的空当，二来怕文笔不好害了读者的眼。但想到许多文化名人，他们的时间更少，但作品的产量可是丝毫不减，正好此次股市楼市大涨，对价值投资者反而清闲了许多，既然早就有心想写点什么，现在时间又稍稍充裕，也就下定决心动笔啦，至于写得好不好也就顾不得了。

开始构思本书结构时，本来想过效仿格雷厄姆的《证券分析》的形式，以类教材的方式来写，想想三人行有我师嘛，就不怕献丑了，可不想如《证券分析》那样大部头，那是涵盖投资的方方面面的，有债券、优先股、普通股等内容，估算当时金融衍生产品如果像今天这么发达，也会被全部研究到，而我只想谈谈股票投资。但后来想想，教材形式的感觉太正式，甚至有点严肃，读来想之无味，况且我想写的不是教材，而是分享投资心得，只好放弃以类教材形式的想法了。

思来想去，比较适合以散文的形式来写，一来其符合分享投资心得的要求；二来各篇文章前后文字间相对独立，单篇可自成一文，这样写起来不用太注重整体结构，减少写作压力，也有利于读者阅读，拿起书来信手一翻，便随处可读；再者内容可扩展性强，可在书内加入一些我认为有意思的但看起来相关性不大的文章，比如“向股神巴菲特致敬”、“座右铭：简单实用就是好”、“章鱼保罗与投资”等，事实上这些看似无关的文章承载很多我想表达的内容。

不过也有压力，以散文形式想成书，必须做到形散而神聚，所以不能完全无视每篇文章主题的位置及讨论内容的内在关联性，不能文章间所讲问题风马牛不相及，而要将所讨论问题逐步深入，而若能引发读者思考则事成矣。要做到这一点，显然不是易事，不过定当尽力为之，只是水平有限，写得不好的地方还望读者海涵。但这毕竟是一本讲投资的书而非文学著作，故而我把“基本标准”定位在能清晰准确表达投资思想这条底线上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一篇　投资之路

01　少有人走得通的路 …………………… 3
02　弄清楚自己想要什么 …………………… 6
03　要有开放的心态 …………………… 8
04　镜中花、水中月与无为而治 …………………… 10
05　不是风动，不是幡动，仁者心动 …………………… 12
06　市场先生夜访林起先生 …………………… 14
07　向股神巴菲特致敬 …………………… 19

第二篇　投资门派

08　投资与投机 …………………… 29
09　投资对象是公司而非股票 …………………… 32
10　分散投资与集中投资 …………………… 34
11　基本面分析与传统价值投资 …………………… 36
12　长期持有与短期持有 …………………… 39
13　价值投资与风险投资 …………………… 41
14　论“绝对估值法” …………………… 43

第三篇　企业分析方法

15　好公司的标准 …………………… 49
16　好公司的财务特征 …………………… 54
17　投资百年后还将领跑的企业 …………………… 57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18 避而远之的股票 …………………59
19 企业所处行业的讨论 …………………63
20 对除权除息的讨论 …………………65
21 美元与大宗商品的关系 …………………68
22 一人管理与现代管理的对比 …………………71
23 阅读公司年报的重要性 …………………74
24 参加公司股东大会的重要性 …………………78
25 钟爱有护城河的公司 …………………80
26 好公司贵在业精于专 …………………83
27 业务模式简单但不可挑战 …………………86
28 四种垄断形式的讨论 …………………89
29 正直诚信是管理者第一品质 …………………92

第四篇 如何买股票

30 静态市盈率是投资总纲 …………………99
31 企业估值方法 …………………102
32 投资的基本原则 …………………106
33 买什么股票 …………………111
34 永远不要一次性买进 …………………115
35 股票越跌越开心 …………………118
36 不要下注未成功的“成长股” …………………121
37 投资何时算盈利 …………………123
38 投资没有专家，只能相信自己 …………………126
39 别人恐惧的时候，不要碍着我发财 …………………129

第五篇 如何卖股票

40 永远要跟市场作对 …………………133
41 卖什么股票 …………………136
42 永远不要一次性卖出 …………………139
43 价值投资并非长期持有 …………………142

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

44 股价波动再正常不过 ………………… 145
45 股票赚钱靠品德 ………………… 149
46 别人贪婪的时候，不要碍着人家发财 ………………… 151

第六篇 投资以信仰制胜

47 对国家的信心 ………………… 157
48 对股市的信心 ………………… 164
49 对基本面的信心 ………………… 167
50 对投资方法的信心 ………………… 170
51 信仰复利的威力 ………………… 173
52 内在价值与股价 ………………… 177
53 投资无须精确化数字 ………………… 180
54 投资风险来自无知 ………………… 183
55 守着一亩三分田足矣 ………………… 186
56 有信仰投资者夜夜安枕 ………………… 189

第七篇 财务分析

57 三大财务报表的作用 ………………… 195
58 重要的财务指标 ………………… 201
59 自由现金流说明一切 ………………… 206
60 净资产收益率最实用 ………………… 210
61 成长要靠主营业务 ………………… 213
62 应该剔除的收益 ………………… 217
63 考查三项费用 ………………… 220
64 如何看待固定资产 ………………… 223
65 周期性行业财务表现 ………………… 226
66 警惕应收账款与预付账款 ………………… 230
67 动态市盈率与静态市盈率 ………………… 233
68 市盈率与市净率 ………………… 236
69 毛利率与净利率 ………………… 239

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70 流动比与速动比 ………………… 243
71 稳定性与成长性 ………………… 246
72 杜邦财务分析体系 ………………… 250

第八篇 杂谈

73 浅谈投资圣经《证券分析》 ………………… 257
74 费舍15个选股要点讨论 ………………… 262
75 外在价值与内在价值 ………………… 266
76 让投资成为一种生活习惯 ………………… 269
77 座右铭：简单实用就是好 ………………… 272
78 章鱼保罗与投资 ………………… 274
79 价值投资由用心模仿开始 ………………… 277
80 在希望的田野上 ………………… 279

后记 ………………… 281

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇 投资之路

这是一条走的人很多、但最终少有人能走到底的路。听起来好像很悲哀，但对于能走到底的人来讲，有一点可以肯定，他不仅已经走到底了，还走的很快乐，一路上欢声笑语，绿草如茵，鸟语花香，投资路也是人生路，这种情景下走在路上当然是一种享受，对于成功的投资人来说，难以想象如果他的生活中没有投资将会变成怎样。

价值投资让时间充分为你所掌握，其实每个人都有财务自由的梦想，实现财务自由就可以做很多自己喜欢的事，不用为每天三餐而奔波，按时打卡上下班相信对绝大多数人来讲并非理想的生活，大家只是因为生活所迫不得已，而投资是现实财务自由最直接和理想的道路。

想象一下可以不为五斗米折腰，每天做自己喜欢做的事那该多快乐，喜欢文学可以尝试做业余作家，喜欢旅游可以按自己的时间安排行程，喜欢国学可以连续个把月、两耳不闻窗外事地研读《论语》，这样的生活没人不喜欢，问题是如何过上这样的日子呢？投资是行得通的选择之一，在一定资本基数的前提下，让自己的财务实现正现金流，只需要有正确的方法并持之以恒，这样的生活是完全可以拥有的。

这种生活的确很美好，让人向往，但如果你相信上天对人这么慷慨那就大错特错了，人生不如意事十有八九，这条路并不是每个人都可以走的轻松自在的。绝大多数人走的很艰辛，每天提心吊胆，路上的每一处都可能有陷阱，所以必须每时每刻盯着股票行情软件看，生怕一个不小心血本无归；晚上难以入眠，涨的时候因为兴奋，跌的时候因为害怕，横盘的时候因为迷茫。

就是因为每天都在提心吊胆，所以贪婪与恐惧总与他随行，6 000 点看多，1 600 点看空的大有人在，下跌时认为行情结束，上涨时高喊黄金十年，这种思路是他最典型的特征。赌赢了是自己“神机妙算”，赌输了总是“客观因素”，罪魁祸首是政府、庄家、机构、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黑嘴、外国投行甚至反华势力，因为本性的贪婪在高位满仓，“5·12汶川大地震”时居然高喊“锁仓爱国”，结果树倒猢狲散，事实又给了他一巴掌。

同样是投资者，两种完全不同的生活状态，当然以上说法可能是比较夸张的具象化表述，但确实不同的投资方法会造成完全不同的投资体验，有些人喜欢频繁操作，只是觉得无所事事控制不住自己的操作欲望，其实有时间研究一下公司也并非无事可做的，可当他知道频繁操作的人当中90%是亏损时，他依然还会这么干的。我由衷希望你成为少数走到底的人之一，而这根本上是一个选择的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

01

少有人走得通的路

天下间最难的事莫过于投资，因为它直接考验人性的贪婪与恐惧；天下间最容易的事也莫过于投资，因为它不需要有很高的智商，也不需要有很高的学历，更不需要有“关系”，只要到证券营业部开办证券账户，只要有资金就可以买卖股票，理论上已经是一个“投资者”了。

就因为投资有这么极端的双重特性，使得很多人参与其中，参与的人都想要赚钱，这条路走的人是很多，多数人总事与愿违在亏钱，亏多亏少的不同，或者有些人几年下来跟市场打了平手盈亏平衡，运气好点的小赚一些，在这里赚得大钱的人永远是凤毛麟角，有时就算一时鸿运当头赚了大钱，很多后来也还给市场，这虽然不是我们喜欢的结果，但却是铁的事实，能稳稳当当的赚钱并走得长远的赢家就是我们说的走到底的人。

当然真正的投资者更多的是指专业或者长期关注资本市场的人，但这部分人相对于整个市场参与者来说毕竟是少数，所谓的投资者中绝大多数都是业余的，一般都有正式的工作或经营着自家的生意，退休人员和家庭主妇也是主力队伍，投入在股市中的钱主要是平时用不着的闲钱，有时是生意周转资金的多余部分，有时是退休后的养老金；有时是打工多年积攒的积蓄，也许男的想讨老婆，女的想做嫁妆，可见“闲钱”有时候是任重而道远哪。

繁花似锦的股市由专业和业余的投资者共同参与缔造，所谓“业精于专”，专业投资者肯定比较占便宜，不过有时他们的投资业绩还比不上业余的。这主要是由于两个原因：一是在行情好的时候，专业的见好就收，业余的赚钱效应来了劲，只有加仓的份，这时候他会比专业的成绩更好；二是专业的更习惯于投资蓝筹股，而业余的喜欢听消息炒概念股，在牛市行情中，蓝筹股的涨幅往往落后于整体市场表现，不过还是那句“出来混，总是要还的”。当大盘行情急转直下，业余的就开始知冷暖了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实专业和业余这种说法很含糊，很多专业股民的生活费用来源就是靠炒股票，炒股已经是他的工作了，但赌性最强，市场上快进快出投机炒作的这类角色不少。无论怎么说，既然选择了投资这条路，还是要往专业上不断学习进取，这样说并不代表教唆他人放弃工作专职炒股，但起码要对自己的“闲钱”负责。我发现人有的时候很奇怪，为了在哪吃顿饭、买件衣服逛了半天，但对自己的血汗钱在“投资”买股票时丝毫不考虑，豪迈的很，听消息、跟庄或在朋友处随便一推荐，二话不说全仓杀入，有时甚至连所买的股票公司是那个行业的都不知道，胆气可谓一流，对这种人来说，买哪只股票都一样，重要的是有“确信无疑”的消息证明它会有上涨行情。

多年辛苦积攒下来的积蓄不可谓不重要，所以可以说对这些积蓄负责是对自己的人生负责，显然负责的做法不会是投机或赌博，投资或银行储蓄是负责的做法。若是投资有许多投资品种，股票投资是其中的一种，至于如何投资股票有两种方法，一种是自己学习投资知识，自己打理自己的钱财，另外一种是把钱交给专业的人士打理，最典型的就是购买基金，这种方式对大多数业余投资者是比较现实可行的。像美国成熟的资本市场，共同基金、养老基金、对冲基金、保险公司和投资银行这些机构是市场最主要的直接参与者，而美国投资人习惯把钱交给这些机构打理，随着我国资本市场的逐步发展成熟，这一趋势也将是必然。

从一个非专业到专业的投资者，不是一件容易的事，而且这跟人的性格有很大关系，有些人注定一辈子成不了专业投资者，让他管理一个亿资产，他也是“大型散户”。能成功的专业投资者就像千里良驹，只是这里没有伯乐，一切都要靠自己，能日行千里的能力，得自己去证明。作为一个成熟的资本市场，由专业的投资者打理有理财需求的投资人钱财是很合理的事，但这前提是环境的形成，投资人理财观念的进步，基础是相关法律法规的完善，投资人把钱交给私募基金打理，除了相信他的能力外，正规化的操作流程、资金第三方托管、法律的保障都是很必要的，私募基金阳光化只有政府的默许是远远不够的。

作为一名专业投资者，不断地学习本身就是一种享受，对投资的思考也是愉快的，能够专业从事投资是许多人梦寐以求的，对于专业投资者来说，时间是最好的朋友，只有时间才能让财富几何式的增长，换句话说做投资跟中医一个道理，越老越值钱，这也是从事投资行业的一大好处，这个事业可以做一辈子而不会有人让你退休，但可惜在中国很多基金经理压力太大早早白了头，更有承受不了压力而隐退的，其实投资是件很轻松愉快的事情，这样的现象值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他去反思。

作为我本人来讲，我喜欢这个行业，愿意把一生都奉献给这个事业，这也是我一再强调的做投资要有信仰，坚定的信念可以战胜一切，苦难在信仰面前显得多么渺小，甚至有些自卑。有了这样的精神力量，股市的涨跌若等闲，真心的希望中国的资本市场越来越完善、公平，用一生来见证这一切的实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

02

弄清楚自己想要什么

“炒股”当然是为了赚钱，这自然不必说，但也许如何赚到钱，怎么样才算赚到钱？这问题就不是人人能晓得了。钱没人不喜欢的，每个人都想拥有钱，在道德和法律框架内允许的，人人挖空心思去赚钱，有人甚至为了得到钱，连这样的底线都突破，最后落得身陷囹圄，着实不值。

中国现在的商业环境是法律有漏洞而监管不严，“后台”大于法律，有法不依、有过不究时有发生，前些年资本市场基本无法无天，只要能弄到钱就行，没有后果，这样有百利而无一害的事傻子才不做。道德和法律的悬空导致不公平的产生，更为投机炒作提供沃土，都想进这“大赌场”来一试身手了，前些年“跟庄”类书籍风行一时，人人都觉得自己能赌赢，但最终还是输多赢少，赢的时候就加大下注，把运气当实力，贪得无厌总有输光的一天，钱财如镜花水月，只做了场发财梦。

看破了这个表面现象，可知参与赌博的人很多是为了一个希望而来，不是真的相信自己能赢，做人有希望总比没希望好，随着指数的涨涨跌跌，对神经系统的刺激实际上才是他真正要的。不信可以去观察一个细节，这种人遇到节假日股市休市时很不舒服，总希望能开市看着股市涨涨跌跌来得畅快，如果闭市一个月那对他是件非常难受的事。如果你在这种状态下，可以确信无疑是一种赌博状态，这个时候是在为“波动”打工。

至于“炒股”如何实现财务自由，并无确切的标准答案，如果有那每个人不用工作了，没有人工作社会马上就会崩溃，钱也会变得一点用处都没有，津巴布韦现在钱比草纸还便宜，钱是商品或服务公允价值定量单位价格的交换媒介，或者说是“社会欠条”，如果社会上没有人工作了，没有商品和服务可以还你这些欠条，欠条所代表的债权就成为“死账”，换句话说这时候的钱已经失去价值了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽说股市中从来没有发财的标准答案，但却有赚钱的方法，价值投资就是一套行得通的方法，但应该说不是唯一的方法，尤其从中短期看，也有人做技术分析投机赚到大钱，这是个人选择的自由。不同方法可以殊途同归最终到达财富彼岸，只是有的机会大些有的小些，有的容易些有的困难些，就像过河可以坐大船，也可以用小舢板，我希望找到机会最大、最容易的方法，但这或许只是一种理想，可以追求但无法拥有。

很多人看到别人在股市中赚到钱，本着赚钱效应参与进来，越多的人加入就越把股价推高，在股价走势图上形成一波上涨图像；有些人很聪明先知先觉，早早在低位看到赚钱机会开始建仓，而且并不是很贪心，在股价到达自己设定的目标价位后就离场；他的心思是这样的：这次并不是我准备要炒股，只是偶然看到一个赚钱机会，就抓住了，现在也证明我是对了，赚到钱了，不走还留着干嘛。但这种人有时聪明反被聪明误，因为他没有估值方法，是否可以买入是靠猜的，风险自然也就不言而喻，不过整体思路却没错。

中国的经济潜力太大了，海外媒体喜欢称“龙世纪”来表明中国的崛起，其中暗含有“中国威胁论”的意思，不管怎样中国未来值得看好，股市自然就不必多说，无论你是怎么成为“股民”，既来之则安之，长期而言下注中国股市就是下注中国未来，这年头谁都不能相信，靠人人跑，靠山山倒，只有靠自己，在股市中的资产很是牢靠，没有人能够拿走。不要在股市里杀进杀出，用好的方法投资中国股市，将会得到她慷慨的回报。

既然投资股市是对的所以我们在这里，不过还没弄清楚在股市里我们想要什么，其实说到底要的是一种生活方式，这种生活方式不见得人人喜欢，喜欢的人很少能够拥有，但它还是成为投资者的一个追求。股市每天都会有上涨、下跌，不要被它牵着鼻子走，一旦让它牵着鼻子就会被当牛做马，别想着从投资中赚钱了，只会带来无尽的痛苦，看着股票波动食不甘味、夜不能寐，实际上在为数字打工而不自知。我们要以正确的方法让投资进入良性循环，以后按“规章制度”管理就行了，投资这时成了一件快乐的事情，令人在工作时心旷神怡，投资会满足我们生活所需的物质要求，这时候实际上生活与投资完全融为一体，分不清哪里是生活，哪里是投资，而工作就穿插其间，如果说这种生活方式是一种境界的话，我十分同意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

03

要有开放的心态

开放的心态是一种为人处世态度，能让人心胸豁达，乐于接受改变，凡事随遇而安，拥有和平的心境，可以从生活中得到许多的快乐；实际生活快乐和拥有钱财并不是绝对正相关，其实快乐是一种选择，只想你想快乐在逆境中也可以拥有。不凡事斤斤计较，开放的心态是一种积极正面的性格，谦谦君子一般都有开放的心态，坦然面对生活得与失。

投资事实上是做人的延续，开放的心态对投资者来说意义非常重大，可以使人在股市大涨大跌中处之泰然、淡定自若，以此心态来面对股票涨跌，才能保持理性的思维。开放的心态需要慢慢培养，对性格的锻炼并非一朝一夕之功，但只要有决心培养对投资的开放心态，任何人都是可以做到的。

积极乐观的人生观对每个人都很重要，是生活质量的保障，千万不要觉得忧愁、苦闷、悲观是一种美，也不要以为这是成熟的象征，持有这种看法非常幼稚。不信现在可以马上回忆一下，从容自信的时候是否感觉非常轻松，回忆起来很美好，而处在不自信产生的不安全感下，连说句话都感觉费力，回忆起来很痛苦。人生的每一时刻都不可能再重来，即是说这一刻不快乐，就定格进历史了，每个人都希望过有质量的生活，其前提是快乐的感受，有什么理由不使自己的生活多些时刻充满快乐呢，而这是自己力所能及的事。

最近传出杭州有一个35岁的基金经理因顶不住亏损压力，一时想不开跳楼自杀，听说此人以前还是北大高才生，投资做成这样不免让人心生感慨，说到底就是没有开放心态导致的结果，李白说得好："天生我才必有用，千金散尽还复来。"人生看得开较之什么都重要，没有这样的心态，说不定哪天跳楼的那个就是自己。

话说回来，有行之有效的价值投资方法，并对之充满信心，投资中肯定处之泰然，这种人必然拥有开放的心态；按价值投资本质区分，投资方法是外在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，需要练就对投资思想的信仰，并表现为一种处世态度，反回来才能真正实践投资方法。如此价值投资本质就是一个态度问题了，这种态度再加上有效的投资方法就是真正的价值投资者。

开放的心态可以根治贪婪，只在投资中赚取合理的利润，本身就是开放的心态，这能少做许多错事，孤注一掷、破釜沉舟与开放的心态是绝缘的。投资要量力而为，安全最重要，要考虑到最差的后果能否承受得起，如果答案是肯定的，那就稳稳当当地做，以开放的心态来面对顺境与逆境。

开放的心态会使人受益终生，其实何止于投资，对于任何行业的成功人士，基本上都拥有这项特质，无论是职业经理人、运动员、演讲家都是如此。实事上何止于事业，对于家庭、交友、学习等等，开放的心态都会起到很积极的作用，可以说是成功必不可少的，而这我们完全有选择的自由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

04

镜中花、水中月与无为而治

镜中花、水中月看得见但摸不着，好梦一场有时比没有更糟糕，从拥有到失去是痛苦的过程，很多人原本生活得好好的，就因为在股市里搏杀，钱财的得失太过突然，在牛市中豪情万丈，可到了熊市往往未能续写英雄史，把牛市利润又还给了市场，最后变成了血泪史。这种经历很多投资者有过，钱财如镜花水月来去匆匆，有点像吸毒，带来一时刺激；要是可以选择的话，我宁愿不要一时刺激，起码不用承受刺激消退后的失落感。

镜花水月确有美丽之处，起码曾经拥有过，很多人喜欢讲述自己的辉煌往事，看到别人月薪过万就说"这算啥，老子以前炒股时一天输赢也不只一万"，看到别人开"奔驰"就说"老子操作过的资金可以买几十部这种车"。如此看曾经拥有总比没有强，可也透露出来一个信息，就是现在没有了。这感受总有点酸溜溜的，生活中我们身边并不乏此辈，面对这种情况时，我心里想得更多的是理解他，毕竟想在人前威风的心理并不算罪恶，落魄后讲讲自己的英雄史，由他去吧，静静听便是了，反正也不会有损失。

什么钱财是镜中花、水中月？一般来说看得见、摸不着的便是，不过有时候看得见、摸得着也可能是镜花水月，看得见、摸得着、花不着说到底还是镜花水月，而看得见、摸得着、花得了就是实实在在的钱财了。所以钱落袋为安还不够，得满足物质、精神需要，而且资金供给必须长期源源不断，同时有规律的净流入才重要。故此，看得见、摸得着、花得了有时也是镜中花、水中月，如果只是暴富一时，刺激一番就没了，其实也是梦一场，本质还是镜中花、水中月。

无为而治是道家的人生哲学，也是其治世主张，其认为万事万物都有自身规律，只要按其天性任其自然发展就好了，应效法自然，不要去人为改变事物本质和发展规律。在道家以外无为而治有另外的说法，《论语·卫灵公》中孔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子对无为而治的解释是“无为而治者，其舜也与?”意思是尧已经把天下治理得很好了，舜继承尧的位置，只要不任意妄为，让天下良性自然运行，便可让百姓丰衣足食了。

故“无为”在这里有两种解释，不作为和不妄为。我反对道家那种不作为的无为而治，所谓无规矩不成方圆，不能按着自己的审美观评定天下，这是闭门造车。自然是美没错，但延伸到全天下都不该有人为的痕迹则太过偏激，天下不治必定大乱，坏人当道好人受害，社会秩序必遭受重创。华尔街就是因监管不力，高杠杆豪赌金融衍生产品，引发2008年全球经济危机，这样的无为而治，必定是苍生之苦。

而孔子不妄为的无为而治，是一种很高的管理境界，对治理天下是否有效可以探讨，对投资我却知道是极有高度的思想，本书有一个贯穿始末的理念，就是“让投资良性自我运行”，我们要做的是好好的看着，不去随意妄自作为，只有投资不偏离良性运行轨道，所要做的事就是什么也不做。比如做好一个投资组合，就不要随意去买进卖出，只有当公司质地出现恶化，或大大超出其内在价值时，才应作出适当的行动。

投机由于其赌的成分导致“有规律的资金净流入”几乎不可能，使得可被定义为镜中花、水中月，不符合希望过的投资生活。至此有必要给出投资和投机的定义，投机很大程度上属于镜中花、水中月的，可若有世外高人可做到长期源源不断，同时有规律的资金净流入，可认为真正拥有财富，只是我并不相信有人可以做到。以投资赚得钱财是否就不属镜花水月呢?并不能这么肯定地讲，有些人做价值投资，从本质上讲符合投资的定义，可是方法欠妥，常常若得若失，财富总是原地踏步甚至亏损，满足不了长期源源不断，同时有规律的净流入，物质和精神所需没能在投资中得到满足，很难说是真正的财富。

行得通的路子只有价值投资，并且投资思想、方法要正确，资产“无为而治”满足物质、精神所需，这也就是前面我提过的“我们要以正确的方法让投资进入良性循环，以后按‘规章制度’管理就行了，投资这时成了一件快乐的事情，令人在工作时心旷神怡，投资会满足我们生活所需的物质要求，这时候实际上生活与投资完全融为一体，分不清哪里是生活，哪里是投资，而工作就穿插其间，如果说这种生活方式是一种境界的话，我十分同意。”书中无时无刻不在诠释对价值投资的这种理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

05

不是风动，不是幡动，仁者心动

话说有位得道高僧和他两个徒弟一起坐禅悟道，窗外突然起风，吹得旗子飘扬，两个徒弟一看起风就往窗外张望，高僧就问他的两个徒弟，什么动了？一个徒弟说旗子在动，另外一个说不对，是风动了，老僧摇摇头说："旗子没动，风也没动，是人的心自己在动。"

股市中这种事天天都会发生，股价波动本是常事，为何牵动人心。上涨说明买的人多，卖的人少，下跌说明卖的人多，买的人少，事实就是这么简单。除非股价远超出其合理内在价值范围，形成很高的溢价或出现很宽的安全边际，否则根本无须为小波动而劳心劳力。

除常态波动影响投资者情绪外，小道消息也是初学投资朋友的大敌，消息有时是真实的，有时却是空穴来风，真真假假无从判断；听消息炒股者大都急功近利，当听消息尝到赚钱甜头后，每次"下注"的资金量会越来越大，夜路走多了总会遇到鬼，当小道消息虚假时也许会巨额亏损。一般小道消息真假比例大概是五五开，即十条消息中大约有五条是真的，这样与买"大小"赌博几率差不多。再者，消息出现并没有必然的涨跌，有时看似利空可能上涨，利多却是下跌，典型如2007～2008年间央行加息，每次加息都伴随着市场的上涨，这事先没人可以意料得到。最后，人家为什么要放出消息来，肯定是为自己的利益，比如放出消息说某只股票会重组，在放出消息之前必定早早建仓，等着别人去抬轿子，抬轿子的不见得一定有回报，短线投机是"零和"游戏，庄家赚钱跑快了，肯定有人会被套牢其中，还是那句话——"天下没有白吃的午餐"啊。

人做事总习惯从自己的角度考虑问题，通俗点说就是戴着"有色眼镜"，所以市场上每天都有对大盘、行业或个股的种种评判，行情好的时候，看多的人每每都正确，只需一路看涨就可上神坛，推荐股票以专家模样展示坚定立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，牛市中所有股票都会上涨，这样很快就有一群跟随者，认定他能够让自己发财，做过这种黄粱美梦的股民不知多少，专业干这勾当的就叫“黑嘴”。等到行情急转直下时，很多人被套其中，这时也想发出声音影响别人，“忽悠”进来为自己解套，尽管声音很弱小，喊了也没有作用，也许觉得总比什么都不做强吧，有多少消息就是这样产生的呢。可惜中小投资者还是热衷打探小道消息，等于主动找上门被人利用，包括部分所谓“机构投资者”，穿着专业的外衣，拿着巨额的资金，干着短线投机炒作，实质是“大型散户”。

不少朋友喜欢预测股市未来走势，出发点只是娱乐，并无恶意。有些却带有不可告人的秘密，即所谓“庄家”，拉抬股价需求散户资金跟进才行，因此需要大众影响力，会透过股市节目、财经博客、投资论坛发布消息，初期以赚钱效应吸引其他资金参与。这种游戏无疑十分危险，资本市场是没有活雷锋的，庄家最终肯定打算获利出局的，散户与之关系有点类似与银行的关系，从强弱看处于任人鱼肉的境地，尤其是短庄，他们喜欢尾盘买入，之后忽悠散户跟进，隔天早盘集合争价阶段用大资金封住涨停，开盘迅速获利了结，参与这个游戏跟赌博没有区别。

大盘走势确有趋势可循，但只对大趋势才可能作出大致判断，短线涨跌甚至精确预测点位则不可信，就是明天大盘涨跌，也无人能晓得，更别提精确收盘点位，只是一派胡言。神棍刚开始混不可怕，没人会相信一个陌生人的话，特别是跟钱财有关，但一般都抱着听听也无妨的心态，如果神棍真的说准了，那么下次就会留意，第三次就会相信，对他的预测能力信任了，就会跟着操作，人都是贪婪的，有发财的机会都不想错过。可神棍并非专业，他们的投资能力与散户同样水平，一旦行情反转向下，听信他操作的股民朋友可就麻烦了。

这些神棍就像魔鬼使者，总考验着不成熟的投资者，贪婪与恐惧是魔鬼的撒手锏，股市更是它施展“才华”的沃土，只要你想投资，免不了接受人性贪婪与恐惧的考验，当你成长得足够成熟、稳重，对投资的立场足够坚定，这些杂音就会自动自发离你远远的，记住我们永远是市场的主人，而不能受制于市场，要想在股市里赢到最后，把无谓的杂音和乱象屏蔽在眼界以外十分重要，最终要做到眼见、心不见。别人被股市操控着买进卖出时，价值投资者在一旁从容淡定，对涨跌泰然处之，超然、洒脱面对风动和幡动始终心不动，而当真正心动时，往往股市“风欲停而幡又止”，又是何等与众不同，正是时代所追求的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

06

市场先生夜访林起先生

初秋，是夜，中秋节未至，深圳还是一股股热腾腾的气息，在这个不夜的城市，不到两点后街上的人群总是络绎不绝，今晚不知何故，街上特别冷清，一个人在家感觉有点落寞，刚好晚上也没事，寻思着早些睡觉明天有精神，于是早早洗漱后上床休息。

但空气中寂静的气息太浓，安静得有点异乎寻常，反而让我久久未能入梦，正当躺在床上翻来覆去的时候，听到似穿着尖角硬底皮鞋的脚步声，缓缓朝我的方向走来，声音有点像在隧道里回响，开始也没去注意，谁知这脚步声越来越近，于是很自然集中精神去听这奇怪的脚步声。我专心致志地听，分析声音从哪个方向传来，竟无法分清楚方向，有点像电影中天国的脚步声，但再仔细听，不对，声音给人感觉是从下面来的，我判断这是一个地下隧道出口，有个人正不慌不忙地走上来，这脚步声让人觉得是个绅士。这下动静就大了，我一下子坐了起来，回想我家的周边环境，思来想去，方圆一公里内没有地下隧道啊，但声音还不停止且越来越近，感觉他就是奔我而来的，可一直有声无影。

这么诡异的事还是第一次遇到，到底是真实还是幻觉，一时也蒙了，还是早点睡觉吧，正当我闭眼睡下时，传来一个铿锵响亮的声音说："您就是林起先生吧，这么晚来打扰您，实在万分抱歉。"把我吓着了，赶紧起身看看，在昏暗的灯光下，站着一位身材魁梧，高高瘦瘦，西装笔挺的绅士，体貌特征有点像美国传奇总统林肯，深圳有老外不稀奇，可坐在我家里这位可是例外，他的打扮太古怪了，更古怪的是他这时候怎么会出现在这里，我下意识看了看门窗，都完好无损，他是怎么进来的。正当我感到迷惑不解时，他瞪大眼睛伸长脖子说："没听到我说话吗，您可是常常与我周旋，怎么见了面却不说话?"这一伸长脖子我才看清，确实是个洋人，金毛碧眼八字胡，毛发有点卷，嘴唇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

薄，鼻梁很高，还有点鹰钩，眼眶深深凹陷，但眼睛炯炯有神，五官非常立体。

这下我深知自己处境不妙，坐在我眼前的这位不是常人，现在看他说话斯文有礼，但万一有什么歹心，我如何招架得住，就是个比个，他也比我高出两个头，我这下成了砧板上的肉，不可力敌只可智取，想到这里我回话："不好意思，刚睡醒有点迷糊，未请教您高姓大名？"

他不言语，朝电脑旁边的椅子坐下，示意我开灯，按常理两个不相识的人共处一屋，是该亮灯，加上他示意，我打开了灯。整个屋子光亮起来，他也趁着灯光四周打量，我注意到他目光扫到我的书柜时，嘴角浮现一丝傲气式的微笑，目光停留了好几秒钟，紧接着吸一口气说："我就是魔鬼的得力助手市场先生，职责就是要破坏人类金融市场，工作重心是股票市场，你应该听说过我。"也许是因为房间亮着吧，定了定神现在心里也平静许多，听他说话自信有风度，心里的惧怕也一扫而光，回应道："是您老哥，确实听说过，在《证券分析》里面看到过您的大名，听说您神通广大，在金融市场上能呼风唤雨，股市涨跌全由您说了算，投资者钱袋子大小全在您掌握，今天真是闻名不如见面啊。"

"哈哈哈！那是人家抬举的，如果不是人性的弱点，我什么事情都做不了。"看了看我又接着说："你知道魔鬼曾经夜访过钱钟书吗，钱先生还把此事写成了文章，收录在《写在人生边上》。"这下才知道原来钱先生的散文不是胡编瞎造的，回他说："我知道有这么个事，那篇文章我看过，您今晚找我有何贵干？"

市场先生低头摘下帽子，说："价值投资可把我害苦了，我老板魔鬼最近考核各部门工作业绩，以前对我负责的金融部门工作成绩还是比较认可的，特别是在新兴国家的股市市场，我的破坏力得到魔鬼夸赞，例如中国和俄国，也就是现在的俄罗斯。"我点点头说："嗯！我虽然没有见过魔鬼，但中国股市感觉得出破坏力还是比较明显的。"他摇摇头有些沮丧："但有一个指数让魔鬼不大高兴，中国价值投资指数正在上升，成熟市场这指数很高，使我的工作难度变大，中国这么大的市场，并以'国家赌场'著称，价值投资指数上升，魔鬼他老人家肯定郁闷。"

"哦！您找我就是为说这些？我能做什么呢？"他猛然地站了起来，走到我的书柜前，看着价值投资的书，拿起《证券分析》对我说："就是这本令人生厌的书，想出什么价值投资的馊点子，害我工作难度大大增加，成了什么'投资圣经'，人类在这点上倒挺聪明。"接着又看到一本《怎样选择成长股》，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿起来说："这巴菲特特别推荐的书，很多投资者都看，《证券分析》加《怎样选择成长股》挑战贪婪与恐惧，真是岂有此理。"看来我与这位兄台道不同不相为谋，但也不说什么不合他心意的话，免得惹恼了他，他不自在的时候也不知道会做出什么事，不说话故作镇定的微笑。

"知道我为什么找你不?"市场先生说，"先别忙，进门是客，来了这么久还没给您倒杯茶。""不必了，我不是从门口进来的，也不怎么喝茶，坐下让我说明来意便可，我也忙，还得赶回去研究明天全世界的金融市场。"这下子我心宽多了，从话里透露他没有伤害我的恶意，心里不由一阵欢喜，客气地对他说："行，有什么事您只管说。"

"刚刚说过魔鬼查看中国股市的价值投资指数，觉得高了，从中选几个案例阅读，正好查到你对贪婪与恐惧很不买账，今天找你就是想弄清楚，你用什么办法战胜贪婪与恐惧，真只是《证券分析》加《怎样选择成长股》就可以?这让我不相信自己的眼睛。"看了看他些许无奈的表情，我说："您来就只是为了这问题啊，我可以回答您。"

接着反问他："您跟魔鬼先生多久了。""嗯！这个倒是不久，不过也有几百年了，从1792年24个商人在一棵梧桐树下签订《梧桐树协议》起便有了我，那地方就是现在华尔街所在地，魔鬼先生看看这块业务的前景，能使人类社会资源分配高效化，科技与物质高速发展，势必文明也会大进步，科技的进步和创新的动力是他不想看到的。于是马上成立相应部门，创造我来破坏这个领域，不过那时候金融市场规模还很有限，开始我并没有太大作为，在黑暗世界中地位并不高，可今时不同往日了，我的部门现在成了大部门，与战争部和色情部并驾齐驱，问这做甚?"

"市场先生，我知道您神通广大，但不知道您是否博学多闻，从钱先生文章中可看到魔鬼先生是博览群书的，您跟了他这么多年，知不知道以前他在旷野中，曾四十天试探一个叫耶稣的人，这事记在《圣经》中，耶稣不被试探'跌倒'，靠的就是信仰；的确只靠《证券分析》加《怎样选择成长股》还不行，要真正在投资上有所作为，同样得靠信仰才行。"

听了这话以后，市场先生沉默不语，样子好像明白了什么，又好像对这个回答并不满足，我摸不透他的想法，只好接着说："其实您也不用担心，人类有智慧的永远只是少数人，真理并不难懂，难的是按真理的道行，永远会干一些将来觉得很荒唐的事。每个人懂的和做的是两回事，知道抽烟有害健康，却满大街都是烟民，知道酒后驾车不对，但每天都在发生，知道读书对人有益，现在很少人有看书的习惯了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场先生有如找到知己，竖起大拇指说："说得太对了，区区一个价值投资能改变什么，螳臂还想挡车不成，这市场里人性才是主宰，股票涨跌全是乎我操控下的贪婪与恐惧，全世界有多少聪明的脑袋，每天就专门猜测我的心思，我一个微小的举手投足，他们马上进行全方位解读，解读对了就能赚钱，如果我不高兴，做出个假动作，他们就要亏损。"

"您从魔鬼处来，自打起初心眼就这么坏吗？"我忍不住问了这话。市场先生可能在兴头上，没跟我计较，只说："你这么说就不厚道了，我心眼儿很好，市场这是自然规律，懂吗？"我寻思不得其解，道："愿闻其详。"市场先生有点不耐烦说："市场上的人都想赚钱，可钱是一定的，十个苹果、十个人，如果有人得到两个苹果，意味着至少有另一个人没苹果吃，或是两个人每人只有半个。就如前年中国大牛市，魔鬼先生的意思是让上证指数涨到一万点，反正是投资者的意思，接着再跌死他们，我苦口婆心地向它求情，晓之以理，行情才在6 124.04结束，暗号是'农药爱死，您死！'否则以后下跌得会更狠。"

听他这么一说，我开始理解他的工作，这确实也是没有办法的事，如果市场上每个人都是价值投资者，那股市将像一潭死水，没有一点生气活力，而市场先生在市场上整天兴风作浪，反而帮了我们这些价值投资者的忙，这样看来我还得感谢他才是。对他说："仔细想来有几分道理，如此说来我还得感谢您啊，可惜咱们人魔殊途，不然可以交个朋友。"这本来是客套话，没曾想引来他的大笑。

"哈哈哈！这么多年还真第一回有投资者说感谢我，都恨我入骨，要扒我皮喝我血，殊不知那是他们自己造成的，你也不必感谢我，我也不是有心帮你，看到你可以不受贪婪与恐惧辖制，使我感觉不舒服。至于跟我做朋友，全世界每个人都想跟我做朋友，不外乎想让我帮他们发财，不过你若是……"打住，我打断他的话。

"这点我要申明一下，跟您做朋友绝不是要得到什么'小道消息'，其实价值投资者要避免受到这些消息的影响，今天您老哥可能对我印象好，让我发个小财，但如果哪天我不小心得罪您，您就让我破产，而信仰价值投资命运完全掌握在自己手里，我喜欢这种踏实的感觉。"

市场先生有些尴尬，但没有失去绅士风度，耸了耸肩膀说："在地狱的黑暗和资本市场的环境待了几百年，特别像中国这种混乱不堪的市场，看事情总有点比较阴暗，别介意，不可否认跟我做朋友一万个人中有9 999个都想发财，所以也怪不得我，他们往往都暴富一时，可最后的结局都比较悲剧性。"想想确实如此，话说至此也差不多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，对他的"造型"挺感兴趣，问了句"市场先生您怎么是外国人哟?"话题转向轻松，他笑着对我说："亏你还是中国人，中国自古是一个佛教国家，佛家最讲缘分，又讲相由心生，在你心里我是什么样，我在你面前就是什么样，上次有人说我像麦当劳的小丑，也有人说我像拿破仑，甚至有人说我像玛丽莲·梦露，我差点揍他。"这话使我想通人生、投资的一个道理，一切都是你心目所思所想的映射，同样的，你心中股市是什么样，它就会是什么样。

"对了，你开始时说每天研究全世界的金融市场，世界这么大，工作量岂不是很大，忙得过来么。"想知道他究竟如何去决定投资者的口袋大小。他说："没办法，责职所在，这市场永远不会成熟，几百年来都这样，我一抓就死，一放就乱，只能以科学发展观为指导，加强管理尽力施加影响力，为此我还下了不少工夫，听我不太喜欢的巴菲特称'有了《赢》，再也不需要其他管理著作了。'我也读过这本书，的确有所收获，不过巴菲特这句话有些恭维，替杰克做广告的味道，最近正在研究彼得·德鲁克的管理著作。"

"每天晚上几点您开始研究市场呀?"我想提醒他注意还有工作未完成，我也该睡了，他听了又是一阵哈哈大笑："你不知道地球是圆的，每时每刻都有白天、有黑夜吗，对我而言没有24小时的概念，按理说每时每刻我都要决定市场，这一刻在中国，一会儿可能要去欧洲，北美也是工作重点。思科公司的广告也玩这概念，说人也可以全世界随时到处开会，那不是跟我一样么，非让它的股票大跌不可；不过你倒提醒我了，还有事情要做，感谢你解开了我的困惑，知道有信仰的价值投资者可以胜过贪婪与恐惧，不受我的控制，虽然暂时我还没想到解决办法，但知道问题所在总比不知道好，与你谈话很愉快。"

"别客气，您也告诉我许多，既然贵人事忙，就别耽搁了，就不远送了。"他笑笑说："也远送不了，我去的地方你去不得。像你说的，我们交个朋友吧，只是不要再见了。"

"啊……"突然醒了，才发现是在做梦，其实我早就睡着了，因为周围很安静，睡得特别沉，做了这个梦，但梦是如此之真实，现在我还怀疑这是真实发生过的事，朋友，市场先生是否曾夜访过您?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

07

向股神巴菲特致敬

沃伦·巴菲特（Warren E. Buffett），一个具有传奇色彩的名字，他是人是神？唯物论者说他肯定是人，毫无疑问生老病死、喜怒哀乐他一样不缺；可对投资者来说就显得矛盾了，说他是人，但他的投资成就早就超出了“人”能做到的；说他是神，造神运动带来的伤害国人已经领教过了，吃够了苦头，所以还是把“股神”当人看待吧，我想巴菲特也不希望自己上神坛。

每年美国内布拉斯加州一个中型城市——奥马哈，除了圣诞节，还有一个很特别的“节日”，那就是伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会，全世界有四五万投资人都抱着“朝圣”的心情前来参加，可千万别认为人多就一定普通，当中大多数人都很有钱，伯克希尔的股票最高时每股创纪录达到15万美元，按当时对人民币汇率大约八倍算，拥有一股伯克希尔的股票就值120万人民币，按现在人民币在国内的购买力，120万元也不是小数目，当时就更值钱了。

每年伯克希尔开股东年会的时候，都会为当地带来不少的消费，具体数字没有统计，但只要想想5万有钱人到一个中型城市去消费，这笔钱数目就小不了，这些人花钱去这个地方，只为参加伯克希尔·哈撒韦公司股东大会，希望知道董事长沃伦·巴菲特和副董事长查理·芒格（Charles Thomas Munger）对问题的看法，一些投资者说去“聆听伟人的教诲”。

股东大会高潮部分在问答环节，这时股东们会提出各种各样的问题，例如经济问题、时下热点话题或事件，甚至于巴菲特和芒格的私人问题，关于巴郡掌舵继承人的问题近年来十分受关注。提问一向非常踊跃，得到提问机会是运气到了，而会议之前巴菲特和芒格并不知道股东要问的问题，过程非事先安排，应该说是完全随意的，这是一个愉快的过程，巴菲特和芒格智慧的回答充满诙谐幽默，却往往一针见血道出问题核心，五六个小时的会议过程都是欢声笑语，常常博得满堂喝彩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延伸阅读

沃伦·巴菲特的妙语连珠

1. 哈佛的一些大学生问我，我该去为谁工作？我回答，去为那个你最仰慕的人工作；两周后，我接到一个来自该校教务长的电话，他说："你对孩子们说了些什么？他们都成了自我雇佣者。"

2. 吸引我从事工作的原因之一是，它可以让你过你自己想过的生活，你没有必要为成功而打扮。

3. 投资对于我来说，既是一种运动，也是一种娱乐。

4. 我工作时不思考其他任何东西，我并不试图超过七英尺高的栏杆，我到处找的是我能跨过的一英尺高的栏杆。

5. 要赢得好的声誉需要20年，而要毁掉它只要5分钟，如果明白了这一点，你做起事来就会不同了。

6. 我始终知道我会富有，对此我不曾有过一丝一刻的怀疑。

7. 我所想要的并非是金钱，我觉得赚钱并看着它慢慢增多是一件有意思的事。

8. 要学会以40分钱买1元的东西。

9. 人性中总是有喜欢把简单的事情复杂化的不良成分。

10. 风险来自你不知道自己正做些什么。

11. 只有在退潮的时候，你才知道谁在裸泳！

12. 成功的投资在本质上是内在的独立自主的结果。

13. 永远不要问理发师你是否需要理发！

14. 用我的想法和你们的钱，我们会做得很好。

15. 在拖拉机问世的时候做一匹马，或在汽车问世的时候做一名铁匠，都不是一件有趣的事。

16. 当世界提供这种机会时，聪明人会敏锐地看到这种赌注，当他们有机会时，他们就投下大赌注，其余时间不下注，事情就这么简单。

17. 高等院校喜欢奖赏复杂行为，而不是简单行为，但简单的行为更有效。

18. 时间是杰出人的朋友，平庸人的敌人。

19. 你可以知道的信息和重要的信息，而你可以知道且又重要的信息，在整个已知的信息中只占极小的百分比！

20. 我所做的，就是创办一家由我管理业务，并把我们的钱放在一起的合伙人企业。我将保证你们有5%的回报，并在此后我将抽取所有利润的50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21. 选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，然后将你的大部分资金集中在这些股票上，不管股市短期涨跌，坚持持股，稳中取胜。

22. 要知道你打扑克牌时，总有一个人会倒霉，如果你看看四周看不出谁要倒霉了，那就是你自己了。

23. 我们也会有恐惧和贪婪，只不过在别人贪婪的时候我们恐惧，在别人恐惧的时候我们贪婪。

24. 投资股票致富的秘诀只有一条，买了股票以后锁在箱子里等待，耐心地等待。

25. 如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格波动对我们来说就毫无意义，除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增加股份。

26. 我认为投资专业的学生只需要两门教授得当的课堂：如何评估一家公司，以及如何考虑市场价格。

27. 必须要忍受偏离你的指导方针的诱惑：如果你不愿意拥有一家公司十年，那就不要考虑拥有它十分钟。

28. 价格是你所付出去的，价值是你所得到的，评估一家企业的价值，部分是艺术，部分是科学。

29. 理解会计报表的基本组成是一种自卫的方式：当经理们想要向你解释清企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，当他们想要耍花招时，同样也能通过会计报表的规定来进行。如果你不能识别出其中的区别，你就不必在资产选择行业做下去了。

30. 如何决定一家企业的价值呢？做许多阅读：我阅读所注意的公司的年度报告，同时我也阅读它的竞争对手的年度报告。

31. 为你最崇拜的人工作，这样除了获得薪水外，还会让你早上很想起床。

32. 如果你想知道我为什么能超过比尔·盖茨，我可以告诉你，是因为我花得少，这是对我节俭的一种奖赏。

33. 如果你在错误的路上，奔跑也没有用。

资料来源：百度百科。

今日的“伯克希尔商业帝国”缔造过程充满传奇故事，巴菲特 1930 年 8 月 30 日出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市，11 岁买了平生第一张股票，自小喜欢合资买股，第一个“合伙人”是他姐姐。1947 年少年的巴菲特进入宾夕法尼亚大学攻读财务和商业管理，两年后巴菲特考入哥伦比亚大学金融系，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师承于著名投资理论家本杰明·格雷厄姆，值得一提的是格雷厄姆不止是投资理论家，而且是华尔街的有钱人，只是由于他的传世之作《证券分析》光芒太盛，导致大家以为他只是有教无类的教书先生，这点类似的例子还有中国的孔夫子。

事实上他是投资实践者，巴菲特成为其学生之后，最初全盘接受格雷厄姆的投资理论，早年巴菲特的投资风格与格雷厄姆近乎一致，特点是十分偏爱低价股，后来受芒格影响，他的投资风格更倾向于投资优质股，随着投资方法日益精湛，直到炉火纯青，把“真金”炼出来可以看到，最明显的标致是成长性和护城河，巴菲特是四成格雷厄姆加上六成费舍，当然这是大致说法，真实的巴菲特要比这复杂许多。

1956 年他在老家奥马哈创办了第一家公司——巴菲特有限公司，这时候管理的主要是亲朋好友的钱。1964 年巴菲特身家已然达到 400 万美元，管理的资金量 2 200 万美元，注意 1964 年的 400 万美元跟今天的 400 万美元不是一个概念，相差太大了。他说过在 30 岁以前赚不到 100 万美元就从奥马哈市最高的大楼跳下去，而 30 岁时他的资产已远远不止 100 万美元。1965 年是一个特殊的年份，35 岁的巴菲特收购了一家名为伯克希尔·哈撒韦的纺织企业，这时的巴菲特还是喜欢“捡烟蒂”，全资买入伯克希尔·哈撒韦也是因为它够便宜，后来完全放弃纺织业务，发展成保险投资王国——“巴郡”。

对伯克希尔的投资无疑是失败的，如果不是由于工人安置问题，会比原来更早甩掉纺织业务，其中存在四大教训：

（1）廉价股并不一定安全，从股权投资的角度看，时间是这类企业最大的敌人。

（2）行业前景必须是光明的，工业革命发生在英国，但现在英国国内已经没有纺织业。

（3）投资于成长股才能与时间为伴，如果没有巴菲特的投资，伯克希尔早就倒闭了，这个例子本身具有特殊性。

（4）投资永远不要孤注一掷，不是每个人都能像巴菲特一样，把一家濒临倒闭的企业做成金融帝国的。

1965 ~ 2006 年的 42 年间，伯克希尔公司净资产的年均增长率达 21.46%，累计增长 361 156%；同期标准普尔 500 指数成分公司的年均增长率为 10.4%，累计增长幅为 6 479%；2009 年主营业务收入 1.07786 千亿美元，名列世界财富 500 强第 41 位。

1968 年当美国股市如火如荼时，巴菲特于当年 5 月宣布要“引退”，并逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渐清算了巴菲特合伙人公司的所有的股票。1969 年 6 月股市变脸，行情急转直下，接下来步入 4 年漫漫熊市，熊市中人们又发现巴菲特的身影，他暗自欣喜若狂，因为他发现了太多便宜的股票可以投资了。

从这时开始，巴菲特的投资思想与方法开始转变，直至 20 世纪 90 年代后进入炉火纯青的境界，很多后来众口传诵的案例在这期间投资，如波士顿环球、华盛顿邮报、可口可乐都在这段时期开始“缔结姻缘”。我们不得而知在七八十年代投资业绩靓丽，进入 90 年代为什么投资风格会趋于开放，不再只想“捡烟蒂”，转而更多关注企业成长性。无论如何，相对开放的投资风格带领伯克希尔投资了更多不同行业的成长型企业，不过有一点，无论什么时候巴菲特都不投资高科技企业，在 1999 年的高科技网络概念股热潮中，巴菲特不为所动，被嘲笑为“过时股神”，但后来事实证明巴菲特是正确的，这事也为他赢得颇高的评价。

“从短期来看，市场是一架投票计算器。但从长期看，它是一架称重器”是格雷厄姆的经典语录，巴菲特时刻谨记，无论什么时候，好公司便宜的股价是根本，没有了这个前提也就无所谓价值投资。在这点上笔者很有感触，廉价股和好质地如何取舍，极少时候可兼得，但极少并不代表没有，大多时候它们是鱼和熊掌的关系，做到鱼和熊掌都要兼得，以后的文章中会专门对该问题进行讨论。

巴菲特投资生涯中一直特别钟情保险公司，主要是保险公司的业务模式对他有吸引力，可以为他提供大量的保险浮存金，巴菲特认为这是不用利息成本的资金，可以用于投资。甚至这些资本是负利息的，加上每年的投资收益，对伯克希尔双重利好。不过这是资本大鳄的游戏，一般投资人玩不起，从这点说国内投资者对“中国平安”的喜爱，一大理由就是巴菲特喜欢保险股，其实非也，现在投资者迷信中国平安，对中国平安急功近利的企业文化没有充分重视，这是题外话；以下是巴菲特投资的 8 大经典案例：

（1）可口可乐：投资 13 亿美元，盈利 70 亿美元；

（2）GEICO：政府雇员保险公司，投资 0.45 亿美元，盈利 70 亿美元；

（3）华盛顿邮报公司：投资 0.11 亿美元，盈利 16.87 亿美元；

（4）吉列：投资 6 亿元，盈利 37 亿美元；

（5）大都会/美国广播公司：投资 3.45 亿美元，盈利 21 亿美元；

（6）美国运通：投资 14.7 亿美元，盈利 70.76 亿美元；

（7）富国银行：投资 4.6 亿美元，盈利 30 亿美元；

（8）中国石油：投资 5 亿美元，到 2007 年持有 5 年，盈利 35 亿美元，增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值8倍。

辉煌终会过去，漫漫历史长河中，这些也许有一天不再为人纪念，炼净下来的只有人性的光辉，巴菲特在慈善事业上，不能说开历史之先河，但从绝对数字上讲，他把自己85%的财产370亿美元捐赠出来的义举是创历史纪录的，尽管事隔一年就被他的好友比尔·盖茨打破，也效仿其义举进行“裸捐”，但不影响巴菲特一洗过去在慈善事业上的负面形象；一直以来美国人对巴菲特在慈善事业的吝啬微词颇多，巴菲特一直都强调将来会捐出自己的大部分财产，到2007年终于兑现，对投资基数是很重要的，巴菲特就是要累积大的基数，《滚雪球》就是这个道理，也是伯克希尔几乎不分红的原因。

巴菲特另一项为世人所熟知的慈善活动自2000年开始，每年在易贝网（eBay Inc.）上为格来得基金会（Glide Foundation）募款，拍卖与其共进午餐的机会，午餐都在纽约第四十九街第三大道口的史密斯·沃伦斯凯（Smith&Wollensky）牛排餐厅举行；拍卖起步价2.5万美元，迄今为止成交价最高是2008年华人赵丹阳的211.01万美元，华人中还有段永平于2006年竞拍成功，以62万美元竞得与巴菲特共进午餐的机会。2009年拍得成交价为168.03万美元，在金融危机阴霾下已属不易；据说巴菲特非常喜欢这家餐厅，因此这家餐厅身价百倍，来此吃顿饭成了许多人的愿望。

巴菲特已经成为一个符号，价值投资的符号，当我们心存敬畏地仰望大师时，事实上也在仰望价值投资，巴菲特的投资是可以复制的，能够造就许许多多的“小巴菲特”，可真正的巴菲特只有一个。不敢说将来投资界就没有比巴菲特就成更大的，但巴菲特的意义不可替代，他超越了成就，而成为价值投资的信仰支柱。也真心希望巴菲特能更长寿，好继续谱写这个传奇故事，因为这时代太需要英雄和神话了。

本来想对这篇文章多写点感性的话，后来发现都是多余的，也没有想好该怎么写就动笔了，想到哪写到哪，一边写一边找数据，也不由地陷入“列数据”的境地，反正巴菲特的传记也不止50本，关于他的书更不计其数，也不缺一篇文章，在这只想表达对巴菲特的敬意，目的已经达到，至于此篇拙文，就勉强凑合吧。

最后，说到巴菲特的传记，不得提一提《滚雪球》，巴菲特并未自己写传，都是别人按公开资料加以整理而成，以前有位美国记者写了一本《投资圣经》，据该书描述，作者与巴菲特有一些接触，更多的是书信往来，估计电话沟通都很少，可以肯定巴菲特在他身上花的时间不会超过30小时；这本书写得很普通，乏善可陈。《滚雪球》作者艾丽斯·施罗德曾担任摩根士丹利的董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事总经理，因撰写伯克希尔·哈撒韦公司的研究报告与巴菲特结识，巴菲特赏识她的洞察力和掌握主题的能力，授权施罗德撰写他的人生故事，为了这本书的写作，他破例花费了2 000小时与作者施罗德长谈，回顾他的孩童时光、成年后的点点滴滴，畅谈自己的家庭和事业经历，分享他几十年投资生涯的宝贵经验，此书系巴菲特的口述自传，推荐大家也来读读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇
投资门派

投资门派之争由来已久，投资和投机的争吵，在理论上投资占上风，在实践中投机更有市场。中国投资者喜欢拿“客观环境”说事，来表明中国根本就不适合价值投资，已然成投资最大理由。矛头往往直指管理层，好像市场好坏全由管理者决定，不否认管理层的重要性，但成为投机的理由则难让人信服；再者，喜欢拿中国的市场法制不健全说事，这是客观事实，中国资本市场法制情况，可以说让人汗颜，视法律为儿戏的情况时有发生，但这都不能成为投机的理由，不论对个人或机构投资者都是站不住脚的。

“炒股”并不是生活必需，有好投资环境可以参与，没有就不参与，如果一定要投资而又不满意A股市场，可通过一些大家都知道的方法，到中国香港市场投资也是可以的。因为没有好投资环境就投机，到底是环境的问题还是人的问题？不可否认现在中国资本市场的投资环境不甚理想，但也不是完全不能投资，恰恰因为不完善出现许多投资机会，市场总是要慢慢成熟，不可能一蹴而就。

至于监管层放纵上市公司圈钱，光大证券（601788）发行市盈率是58.56倍，这不是特例，基本都是几十倍市盈率发行的；刚上市的世联地产发行市盈率为37.85倍、中国远洋发行市盈率为98.67倍、中国人寿发行市盈率为97.8倍、中国平安发行市盈率为76.18倍，中国建筑发行市盈率高达51.29倍，现在所采用的IPO制度有问题，只能无奈地解释为“中国特色”。但换个角度看，投资者就一点没有责任吗？非也，若非热衷“打新股”，高市盈率发行没人买，自然就会降下来。

股票按天价发行可以不申购，像中国石油（601857）以22.44倍市盈率发行，发行价格为16.7元，投资者完全可以不申购，要坚信好公司有机会在好价格买到，就是面对云南白药（000538）、腾讯控股（00700）这个信念也不曾动摇，三年没机会就等五年，五年还没机会就等十年，十年后还有更长的时间，巴菲特投资可口可乐是近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30年的事，这家企业已经存在超过100年了。如果真的一辈子都买不到，那只能说缘分问题，有些事强求不得。

价值投资贵在坚持，有时候理念的不同不见得就谁对谁错，比如低价买入还是更注重成长性，或者干脆就是有些人主张的，只要好公司什么价格都能买；对卖出见解不同也很正常，我们主张大大超出内在价值时应卖出，即便我们还是想持有的，但相信股价一定会回归理性，以后可以再买回来。有些人主张"永久持有"，理由是好公司要随着它的成长而增值。笔者不认同这种说法，但尊重有投资信仰并言行一致的人，就算最后失败还是尊重他，有自己的信仰并坚持不懈地执行，这种品质就值得尊重。

条条大路通罗马，只要方向正确，以什么方法到达罗马是个人的选择，只要你找到一条通往"罗马"的路，并认为是最好走的，那就不用管其他的，大胆往前走就行了，如果路走对了，也不需要骄傲自满，更不需要大声张扬，闷声发大财就行了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

08

投资与投机

投资与投机，整天挂在嘴边的词，到底是什么意思，怎样去准确划分各自的范畴，在写这篇文章的时候，我有很大的压力，虽然对投资与投机有多年的思考，自认有独到的见地，可当准备写出来时，却很担心不能很好地表达出来，不过这又是绕不过去的题目，再怎么也得作出来。首先用一句精简扼要的话，概括自己认为最本质的区别，也许从传统价值投资的角度看，这个定义有失偏颇，但于我而言，这个概括是非常正确的：投机是顺势而为，投资是顺势而取。

投资是经过分析研究，对企业有充分了解，投资安全性相对得到保障，未来收益相对可预见，买入时不以趋势为考量，而是在股价合适时买入企业权益；也就是买物有所值的资产，目的是为了长期收益或资产增值。投机是在价格波动中博取差价，而对相应企业不需要了解，在可能获到利润时，允许风险与之伴随。其实，投资与投机最根本区别在于对股票的看法，把股票看做代表公司权益是投资，看做是赌博筹码是投机。

许多人以为投资就是长期持有，这种理解是有偏差的，在股价远远超出内在价值时，应该卖出股票，还持有事实上是投机，赌股价还会涨，还能赚得更多，而没认识到股价会回归理性，没有永远的泡沫，泡沫一定会破的。长线与短线不是投资与投机的根本区别，只是大多数情况下有这个特征；假设买入一只股票，是充分研究过，在股价合理时买入，本来应该是长期持有，但一个月股价翻了三倍，远远超出其内在价值，这时候把它卖出，是投资行为；假设买入一只股票，是看到股价快速上涨买入的，但一个月股价下跌七成，由于不舍得“割肉”而被迫长期持有，这是不折不扣的投机行为。

所投资的企业并不说明是投资或投机，国债一般认为是很传统的投资，事实上也许是投机，在不了解时因为国债上涨而买入，就是在投机；假如对国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不了解，而抱着资产保值的目的，不管价格买入，则是理财。从股票投资上说，有人认为所买企业决定投资还是投机。像有人一说投资，就会想到万科、招行、茅台，除了这些行业龙头外，其他股票特别是ST股，他们都认为是投机，原因就是公司质地。也有人认为只要有“安全边际”，一样可成为投资对象，虽然这种投资已经带有些许投机成分。

在这点上很难去评判孰是孰非，也许根本没必要分出对错，我在实践中是结合两者灵活变通。首先我选择的企业不一定是行业龙头、价值投资标杆；再者，投资时肯定会把精力放在所研究的股票上，但有其他好机会也不想错过，带点投机性质适量买入，不过投资主力肯定放在有研究的好公司上。

投资多数情况是相对的，或多或少都带有投机成分，“纯投资”必须了解资产安全性、未来收益确定情况下长期持有，这么严格的定义没必要，不适合于实践，就像股价高了就应该卖出，不卖出只有两种可能：一是只想持有资产不管市场变化，我管这种叫“纯投资”，长期价值投资或公司的实际控制人就属于这种，但实际控制人也会根据市场情况增持、减持；另一种是想博得更高股价，不管买入时是否属于投资，事实上此时已经在投机，大多数高价不卖出属于这种。

投机就有很多“纯投机”了，数波浪、看趋势可被视为纯投机，有时连企业做什么都不知道，只需要看着股价往上涨就行，有位也是私募的朋友，是不折不扣的投机者，有次大家讨论时说到市盈率，他居然问“什么是市盈率，跟市净率有什么区别，老听人家说，可总搞不清楚”。我跟他讲解了一番，使他弄懂了。真想知道谁把钱交给他管理，若知道他连市盈率都不懂，还有勇气把钱交给他“投资”吗？

对于风险投资，很多人认为是投资行为，因为他们直接投资的是公司，对创业者的素质和能力也很在意，他们关心公司的业务发展、盈利情况，有时直接参与公司的重大决策，甚至日常管理；这并不能完全说明风险投资（VC）属于投资，实际应该被归类为投机，因为所投资企业没有确定未来，甚至连盈利模式都没有；同时风险投资的目的也不为长期持有，只想上市融资后功成身退，基本思路是广撒网必定捞得到鱼，下注在几十家公司，一家能成功上市就保本了，从本质上是赌博，完全符合投机的定义。大的层面上看，风险投资对企业的正面意义无可否认，特别是高科技企业更是风投主战场，诞生了许多优秀的企业，百度、腾讯、新浪这些互联网巨头都是风险投资的杰作，这些企业可以说彻底改变了我们的生活、工作方式。

其实无论在哪个资本市场上，投资与投机都是相伴而生，绝不是水火不容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关系，反而相得益彰，谁都离不开谁。作为投机者不要陷入意识形态的牢笼，在态度上没必要太计较甚至把两者对立起来，也认识到“纯投资”本来就不适合赚钱，投资中或多或少都有投机的成分。但这不等于可以混淆概念，有投机的成分不影响我们作为价值投资者，可以不心存偏见把两者对立起来，但对自己的行为要随时分清是在投资还是在投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

09

投资对象是公司而非股票

炒菜炒的就是菜，“炒股”顾名思义炒的就是股，这样的逻辑推理、望文生义有一定合理性，炒股不就是买股票吗，从投机角度是如此，无论是波浪理论、道氏理论还是趋势投资，投机最根本的是股价趋势，至于公司质地如何，那不是所关心的事。从这意义上股票只是工具，以技术分析找出将上涨或还要上涨的股票，至于其他的则无关紧要。

我学习过技术分析，最基本的印象就是无论哪一种方法，当发出买入信号时，往往已上涨很大幅度，从后来看，基本上都是三至六成的涨幅，在这个时候买进，且在调头向下前退出，难度和风险是可想而知的。技术分析可以通过数波浪、看头形，技术指标等，所有方法都有滞后性和不确定性，如最著名的MACD指标，当MA20穿过MA60时，也许已经下跌了三四成，MA5与MA10的交叉不能太当真，小小波动就能使之交叉。KDJ的金叉、死叉指标也差不多是这样。

股票是用来炒的，这是投机的说法，强调区分投资和投机道理所在，价值投资买的不单单是股票，根本上讲是公司权益，价值投资者以买卖公司权益的态度买卖股票，就不会三天两头频繁操作了。股票有很强的流动性，价格波动也很明显，股价不理性时有发生；如48元买中国石油（601857)，这完全是自己的选择，不应该有任何话说，买卖是完全公开、自由的，中石油申购价16.7元，相应市盈率22.44倍，本来就偏高的价格被爆炒至48元。

买入的有两种人：一是头脑发热、贪得无厌预计中石油会涨至96元，反正自己不接最后一棒就行，可万万没想到“最后一棒”就在自己手里；二是对股票一无所知，只是看到“亚洲最赚钱的公司”、“全世界市值最大的公司”招牌，加上媒体煽风点火，说这股票可以留着给子孙，因为这些荒唐的原因买进，这种人比投机者更不值得同情，或许他们也不需要别人同情，但很多人对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中石油从年头骂到年尾。以买卖公司权益的态度，会出现48元买中石油吗？其每股代表的公司权益是否值48元，价值投资者心中有数。

既然谈到中石油，就对它原董事长蒋洁敏代表中石油向股民道歉说两句，蒋洁敏在他卸任时代表中石油向股民道歉，既然已经卸任，代表中石油就有点不妥了，顶多可以代表自己在任时的行为道歉，就算代表中石油道歉，道的是什么歉？要说股价，上市公司不能操纵，市场炒作它上涨，市场冷落它下跌，把股价炒到48元还买入，就该为自己的行为负责；就像上赌场，不能赌赢就是赌神，赌输就怪赌场有问题。

如果说要道歉，那应该为16.7元高溢价发行道歉；但有两个客观因素，一是中国由于长期的发行定价机制不完善，导致上市公司发行价都是虚高的，不只中石油一家高溢价发行，二是先前中石油在香港上市，回归A股时牛市已经有一段时间了，发行A股也要参照香港的股价，这样的做法在国际上也是通行的。真的要算起来，顶多为16.7元跌到9.71元的股东损失道歉，不过说到底是你情我愿的事，损失也不会因为中石油的道歉得到弥补，计较意义已经不大。

价值投资看股票就是公司所有权的凭证，好像与人合伙开公司，合伙人间签订合同确定各自拥有公司权益一样，不过在股市中权益更有保障。如果要投资一家公司，应该对公司有充分了解后回答两个问题：一是这家公司能不能投资？二是每股价格多少？如果答案是能投资，且当前每股价格合理，则可以出手买入，买入量要根据股价便宜程度、资金量等具体情况决定，原则上投资在一家公司不应该超过资金的五分之一。

千万别小看这个概念的重要性，可以说是投资和投机的根本区别所在，买的是公司则是投资，买的是股票则是投机，但有些情况确实是介于两者之间。比方一家银行5年静态市盈率在8倍，市净率小于1倍，而又看不出这家银行有任何的问题，净资产收益率、主营业务增长率每年都稳步上升，基本可确定为股价超跌了，虽然对这家银行不甚了解，但此时适量买入套利应该是正确的，该例子就有投资的因素也有投机的因素。

典型的实例如巴菲特2003年买入中石油，当时他偶然看到中石油年报，算出每股大概值多少钱之后，港股此时中石油股价远远低于应有的价格，所以就出手买入；据巴菲特本人说很少买周期性行业，投资中石油只是碰巧看到被低估。因为他无法预料明天油价走势，但是他知道明天可口可乐的价格，可见巴菲特并非认同中石油，而是存在“无风险套利”空间才投资中石油，尽管这属投资还是投机可以讨论，可以确定的是投资不应该死板，投资和投机有时可以相辅相成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10

分散投资与集中投资

接触投资时很幸运，一开始就以巴菲特为榜样，或者说因为巴菲特才开始对投资感兴趣，注定是个价值投资者，尽管后来了解过技术分析，也只是想了解投机，对价值投资的信仰始终没动摇过。那时记得价值投资书上，都认为应该分散投资，我也认同这种说法，因为当时以为分散投资是八到二十只股票，集中投资就是把所有资金投资在一只股票上。

有一点想不通觉得很郁闷，巴菲特主张集中投资，他说不要把鸡蛋放在很多篮子里，而要放在一个篮子里，然后小心地看好鸡蛋，这是他主张集中投资的根据。在该问题上，想来想去都无法认同“集中投资”，更倾向于“分散投资”。过段时间后偶然才弄清楚，原来分散投资是买几十上百甚至几百只股票，基本上等于指数基金了，而集中投资就是我原来以为的“分散投资”，也就是投资在八到二十只股票上。难怪，巴菲特怎么会主张只买一只股票呢，弄清楚这个以后顿时心宽了许多。从那时起我从支持“分散投资”转而支持集中投资，事实上并没有转变，一直都认为投资者应该持有八到二十只股票较合适，只是以前理解错了集中与分散而已。

许多人也犯了这个错误，他们自认是价值投资者，听说巴菲特主张集中投资，把鸡蛋放在一个篮子里，“效法”其全仓杀入一只股票；首选是贵州茅台（600519），全仓买入后就不卖了，股价从2008年1月的230元跌到2008年11月的86元，损失可谓惨重；当然，多数人建仓成本没有230元，但本来是可以赚钱的搞至亏损。就算茅台“永远不卖”，至多是资金的五分之一，这样不至于孤注一掷，强烈建议股票每只不可超过资金的五分之一，至少也得守住30%的上限，这是基本原则，可以防止一时冲动的惩罚。

分散投资和集中投资孰优孰劣，分散投资又分成：对象分散法、时机分散法、地域分散法、期限分散法。最常见做法是把资金投资在上百只至几百只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票上，可以把单只股票的风险降到最低，可以说单只股票的涨跌不会对盈利造成什么影响，甚至被退市也没太大关系，反正所占投资比例只是几百分之一，退市所导致的损失几乎可忽略不计；这是分散投资的优势，可以最大限度地分散风险，以达到追求综合平均收益目的。同时劣势也很明显，由于股票数量太多，对每只股票都做详细研究几乎不可能，且由于网撒得太大，更容易碰到差公司。分散投资比较适合追求稳定收益、资产保值需求的投资者，一般这种投资者相对要保守些。彼得·林奇就是分散投资者，这是公募基金性质决定的，要求必须分散投资，但林奇每年的业绩都跑赢大盘，说明分散投资也并非就等于指数基金。

集中投资与之刚好相反，单只股票的涨跌对其影响很明显，特别是重仓股，单只股票对其投资业绩影响巨大，但因为所持有的股票少，对每只股票深入研究成为必然，如果有好的投资方法，是能够避免重仓股遭遇滑铁卢的，对这点价值投资者一样要有绝对的信心。相对分散投资而言，集中投资者要比较积极主动些，比较适合追求获得比市场平均收益高的进取型投资者，专业的投资者基本都是集中投资。

至此对分散投资和集中投资孰优孰劣无定论，或者本无好坏之分，不同方法适合不同需求的资金；若非得分出孰优孰劣，至少得看对谁而言，根本的判断是资金的属性、目标、数量。像社保基金是养老保障属性，目标是保值中稳健增值，数量巨大，不得不选择分散投资；公募基金多是理财属性，追求稳健获利目标，数量同样巨大，又有政策、法规对它诸多限制，也要相对分散投资；国外的养老基金，共同基金，也是较为保守的，基本上都采取分散投资。对于私募基金、对冲基金这类，客户都是有钱人，准入门槛高，风险承受能力强，稳健中收益最大化为目标，激进的干脆就是追求收益最大化，数量较有限，这样条件决定其需要集中投资；而普通投资者毫无疑问应该选择集中投资。可见没有孰优孰劣，在不同条件下需要不同的方法，绝大多数投资者应该采用集中投资，不说别的，资金数量就达不到分散投资的要求，而在经过研究的好公司上集中投资则更保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11

基本面分析与传统价值投资

基本面从字面上可以解理为基本情况，不全面但能相对概括基本面含义。一般基本面分析指宏观经济面、公司所处行业、主营业务竞争力和管理水平，包括管理层等诸多方面，数据是最主要的分析依据，但往往不能单凭数据做投资决策，如果数据可以解决问题，那计算机早就代替人脑；事实上除了数据以外，还要许多需要衡量的因素，例如商誉、垄断、前景、管理层等难以用数据计算，这些方面相对成为基本面分析主观成分。比如中国平安（601318）开口就要融资 1 600 亿元，市场分析师除了情绪化的发泄，就算理性的人也有两种完全不同的看法，有人认为是管理层负责的表现，公司对自己未来前景看好且积极进取，但也有人认为太过激进，重大决策太随意且缺乏论证，我个人持第二种看法。

基本面分析最根本是对企业的分析，其中属财务分析最重要和困难，价值投资必修课；如果单单对数据的解读，三大报表就可说明问题，但事实上远非这么简单，许多上市公司多少都会在财务上耍花招，有些甚至直接作假，这些都需要自己去发现并修正。比如为了追求主营业务收入，把产品或服务价格压低，这时毛利率会变低，或大量内销，这时会造成“应收账款”急剧增加；为了年报业绩，改变固定资产折旧方法；为了平滑利润，延迟确定部分收入等。

有时主营业务是亏损的，但加上营业外收入有可观的净利润，这一切要通过不断学习和经验累积才能处理，财务报表反映出来的问题，主要还得靠年报，特别要注意不太引人注意的附注，有时重大问题只会在角落被蜻蜓点水的提到，要找的就是这些信息。用会计手法调节利润不算违规，可恶的是故意不报瞒报，甚至弄虚作假，关于财务分析方面留待将来第七篇讨论。

一般的基本面分析从宏观经济面着手，再分析公司所处行业，最后才是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司情况，实际上对宏观经济面研究不用太深入，有大概的了解就行，太深入反而会堕入错误深渊，经济学是一门庞大的学科，但古今中外有谁能够预测经济未来？都是公说公有理、婆说婆有理，但大方向意见一般较为统一。行业分析一般指行业景气状态，但我更倾向行业属性，比如喜欢银行业，不喜欢高科技企业，尽管我对 IT 行业有深入了解，但不喜欢该行业属性；也有例外的如腾讯，好公司有时可以弥补行业属性不足，三百六十行，行行出状元没错，但对投资而言，要戴上有色眼镜看待不同的行业。

除了宏观经济和行业外，更主要还是对公司本身的分析，在此不展开讨论公司的分析方法（下一篇将谈这个话题），只想强调对公司的分析要有自信，对自己的分析结果高度自信，这样才有胆识在下跌趋势里买入；就像进赌场买大小，当我知道下局要开大时，道理上可以把所有钱押下去，很多人还会举债下注，但违反五分之一的基本投资原则，当我知道要开大时，会押五分之一的钱。

基本面分析并无固定样式，不同人分析的侧重面也不同，就是因为各有差异，才造成对同一只股票不同的结论，这也并非坏事，否则所有人都买入好和卖出坏的股票，市场真变成“有效市场”，这样赚钱的机会就少了。价值投资很大程度上依靠基本面分析，传统意义的价值投资更是如此，一般就像闺女出嫁，抱着以身相许的态度，主张买入后就永久持有，所以这个人的基本面就成了唯一，不存在投机的空间。基本面相对于传统意义上的价值投资来讲，就像编程软件里 MFC 相对于 Visual C ++ 的重要性一样，在 . net 之前 Visual C ++ 基本上就等于 MFC 了，没有 MFC 那 Visual C ++ 就没有存在的必要和可能了。

传统意义上的价值投资在基本面分析后，以合适的价格买入股票，抱着以股票分红和资产增值目的，并没有卖出的概念，一句话就是在了解的情况下以合理的价格买入股票。这样的投资方法看起来很死板，的确，已经不太适合投资的需要，但确是现代价值投资理论的雏形。虽然我们有更好的投资方法，但对传统价值投资的了解必不可少，就像了解投机对投资依然有意义一样。

现在价值投资方法对基本面分析也很重视，虽然不再视为投资的唯一依据，但作用依然举足轻重，任何提倡基本面分析过时的言论，都是伪价值投资，以投资之名干投机之实的托辞。现在价值投资方法中，基本面分析更像“正房”，可能会有“小妾”，但替代不了“正房”的名分。价值投资与基本面的关系如此密切，可以说没有基本面就无谓价值投资，是构成价值投资的基石，价值投资处理得最多就是基本面，有人做投资总是觉得无聊，感觉终日无所事事，为了给自己找点事做，每天都在不停地买卖，总受不了买入就别动；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实并非无事可做，只是不知道该做什么事，如果有时间可以多读书学习，开卷有益总没错，慢慢的学习基本面分析，真正进入状态之后，会感叹时间不够，对公司的研究是很费时间的事。换句话说，做价值投资并不悠闲，只是时间不花在股票买卖上，而是研究公司基本面上，本篇想强调价值投资就是以基本面为基本，基本面分析就是价值投资者的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12

长期持有与短期持有

这两个概念相信不用做任何解释，概念虽然简单，可要做到长期持有却并不简单，很多人努力坚持最后还是功败垂成；玩短线就简单多了，只要坐在电脑前，看到涨就买入，看到跌就卖出，或股评节目中，看股评家语气斩钉截铁地荐股，每个人都可以打电话去咨询，股评家们也内功深厚，千百只股票都谙熟于心，无论问的哪只股票，都可回答得头头是道，有时候真是感慨自己没有达到这种“境界”呢，有的甚至收费荐股，保证一个月上涨幅度，罪过、罪过，股市给这些“神棍”搞得乌烟瘴气。

在牛市中，长期持有与短线持有就像真理与运气的较量，什么股票都涨，买入股票后跟着牛市赚钱是真理，因为大趋势是上涨的，当然中间会有调整，不过整体上涨是这个时期的主题，许多“神棍”之所以成“神”道理就在此。而短线持有，就靠运气了，一般在牛市中也会赚到钱，总是在各只股票之间跳来跳去，看到哪只涨就跳进去，这时涨得也差不多了，又看到另一只涨得猛，又跳过去，情况一般也是差不多。如果运气好，跳来跳去都遇到发力猛涨，那自然就多赚了，可回忆一下自己的操作，是否有这样的运气，大多数人都说：“从 2008 年年底到现在如果我坚持拿住其中任何一只股票，赚的都会比现在多”。证明很多人并没有很好的运气，有时候不得不靠点运气，但无论在任何事中，应尽量降低运气所占的成分。但话说回来，别看股民都这么说，但下一次牛市他照样是短线客，所以我的总结就是相信人的智商，但对智慧持怀疑态度。

在熊市中，长期持有与短线持有就像“傻子”与“疯子”的对舞，什么股票都在跌，好公司差公司一起跌，眼看股价一天天下跌，对财富缩水无动于衷，还在那高举“价值投资”大旗坚持长期持有，不是傻子是什么？投资信仰要帮助赚钱，不能成为信仰奴隶，有时需要“急功近利”一点，不适合无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为而治，是无为而治出轨的时候，需出手矫正投资组合，防止“镜中花、水中月”。还有“疯子”，试图在熊市的反弹波浪中获利，以为自己是“冲浪高手”，以为在拍香港电影啊，这样的片段是很有英雄气概，但在实现中要成熟，只想赚钱，不想做英雄。

在熊市中把仓位降到最低，调整轨道之后就可以“无为而治”了，不要试图抢反弹，这种刀口舔血、虎口拔牙的活儿咱们干不了；除非有做空机制，在 5 000 点以上可适当做空，因为上证指数 5 000 点肯定有泡沫，常识告诉我们始终会回归理性，这点我们坚信不移，所以我敢赌上证指数会回落到 3 000 点，但期货合同有一点不太好，就是有时间期限，我知道指数会回落到 3 000 点，但并不知道什么时候会出现，所以合同期限越长越有利。

前面已经讨论过投资和投机与长期和短期持有的关系，在此愿不厌其烦地强调，它们之间没有绝对的对应关系；短期持有可能是投资，持有十年也许是投机，只是在正常的情况下投资一般都比较长期，投机一般都比较短期，而在实践中应以赚钱为目的，不要被意识形态所束缚，股价远远超过其内在价值这种不理性的时候，就应该要卖出，算帮市场回归理性出点绵薄之力，哪怕持有时间还不到一个月也照卖不误。

经过这个讨论可以总结：无论投资或投机，长期持有总比短线持有强；价值投资原则上会长期持有，从对投机的讨论可看到，长期持有对多数人而言比短线持有强，这个结论不包括精通技术分析的短线高手，要是你认为自己是这样的高手就短线操作，否则还是老老实实地长线持有更好。在目前 A 股没有做空机制条件下，熊市中能做的就是把仓位降到最低，等待“安全边际”再次浮出水面。另外，不要害怕踏空，这也是价值投资大敌，包括牛市尾声和熊市反弹，这部分利润是投机者的“剩宴”，不是你的钱不入你的口袋，很多东西都是注定的，拿了这部分利润的人多数都会付出代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13

价值投资与风险投资

对价值投资和风险投资在前面已经有过讨论，了解价值投资就是经过严谨的分析研究，在合理价格买入好资产，风险投资外形像投资，实则是投机，另外，肯定了风险投资对实体经济的正面意义。把价值投资和属于投机范畴的风险投资放在一起，是希望能对比出一些认识，为防止日后以投资之名干投机之实而不自知。

在此不妨回顾《08 投资与投机》，其中有一段讨论风险投资，基本意思是风险投资虽冠以投资之名，表面上看也像是投资，可实际上属于投机。根本理由就是其投资没有确定未来的公司，玩的是概率问题。举个例子，还以赌场买大小为例，如果抛开运气不讲，也就是始终如一地只买大或小，如果只开一次，那只能开大或开小，顶多暴子，从概率学的角度若次数越多，比例会越均衡，倘若只买大或小，以一千次为数，理论上正负在 5% 以内，这就是概率，最中性的结果是各开 500 次。

赌局有时候是不公平的，庄家赢可赚 1 元，赌客赢只赚 8 毛，这就存在无风险套利空间，但前提是次数要多，且赌客只能选定买大买小，排除运气成分；若我坐庄，只能赌一次，赢了赚 1 元，输了赔 8 毛，我不干，因为有可能会输 8 毛，可若赌客买定后离手，然后开一千次，那确定赌资数目在资金的五分之一以下，可以坐庄；平均概率上，能在一千次后赚到 2 毛，几乎是稳赚的，这也是赌场盈利比较经得起阳光的一个道理。

风险投资道理上也是这个道理，玩的是概率问题，经过多年沙场征战的老将，以独到眼光把创业初期的公司选出有前景的来，分散投资在这些公司身上，基本上 50 万 ~200 万美金较常见，基本思路是投资一家公司可能不成功，但几十家总有成功的，而成功的公司上市赚到的钱，足以弥补投资失败公司的损失。这跟下赌注没区别，但风险投资的过程有许多与价值投资相似，比如选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择要投资的公司、跟创业者和管理层座谈、开会研究发展策略、甚至直接参与公司决策，对业务模式及如何盈利问题都很关心，就是这些表面现象使人认为风险投资是价值投资，但稍加分析就知道是不折不扣的投机。

回过头想想自己的投资经历，是否也有此情况而无察觉呢？有些人很小心谨慎，一来对所投资的股票基本面分析得很清楚，二来采取分散投资的策略分散风险；这样做让他觉得有安全感，从表面看足够“价值投资”吧，事实上由于所投资股票太多，很多投资未来都没有确定性的，已经与风险投资本质相同了，都是投资没有把握的资产，所以从本质上已经并非价值投资了。如前所述，私募基金和个人投资者都应该集中投资，才能选出好公司与之一起成长。

由此可见，分散投资很多时候投机味道较浓，那么，什么情况下分散投资不是投机呢？简单地说，不符合上面所说的，对公司研究深入就是投资了；所以，对机构投资者可能分散投资也可做到投资而非投机，因为它有研究团队，虽然投资的股票多，但都经过团队精心研究，对个人和私募而言都不具备这个条件，任何工作都得靠自己去完成，面对几百只股票，显然没有时间和精力顾及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14

论“绝对估值法”

与飞翔一样，预知未来是人类与生俱来的愿望，几百年来人类从未放弃追求飞翔的努力，直到莱特兄弟发明了飞机后，人类从此有了飞翔的能力；我不知道将来会怎样，因为我无法预知未来，但知道现在人类还没有预知未来的能力，只能预测未来，“预测”很多时候等同于估计。在股票上无法预知未来，就不要试图预测未来，做这些事情没有任何意义，只会使自己变得急功近利。应该做的是基于研究分析选出好公司在合理的价格买入，不要试图精确预测该企业明年、后年赚多少钱，只需在合理的股价拥有它就够了，秘诀只有一个字——等。

正是由于持此看法，所以对“精确”预测未来一点兴趣都没有，当年第一次听到“DCF 估价模型”、“股权自由现金流模型”（FCFE）、“公司自由现金流量模型”（FCFF）这些概念，起初不了解，据称是股票的定价模型，那当然得好好学习，于是像发现新大陆一样兴奋地找出相关资料，可当初步学习之后，心里的味道就开始变了，基本上看得懂，可好像不大符合我的“常识”，给我的感觉是简单事情复杂化，最后看了两个钟头不到，便否定了所谓的“估价模型”。

估价模型理论上看似合理，可从常识的角度马上发现实用性有问题，本来理论与实践有差距也正常，顶多算不实用便是，可再往深处一想，所谓的估价模型危害性很大，无论是 DDM 还是 DCF，都无法为投资者解决估值问题，只能带来伤害。DDM 因为是用股息做模型，在中国根本行不通，因此也没人在用；DCF 的欺骗性更强，以一套看似合理的理论模型，让人代入数值，事实上使人思维僵化，去掉人的思考，而试图以一套公式代替，其实根本上是利用人类喜欢预测未来的心理。所谓的“自由现金流模型”，里面有四个必须给出的代入数，这四个代入数是非常主观的，一旦代入数有一点小偏差，计算结果将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有巨大差距，特别是贴现率，有小小不同结果谬之千里。四个必须给出而又显得荒唐的代入数是：现金流、资本支出、贴现率、增长率。

首先，公司能够产生的现金流，高盛、摩根士丹利等投行都会对上市公司发表业绩预测研报，如果稍稍关注就会发现，投行们对同一家上市公司预测的结果是千差万别，十家的预测有十个结果，最可笑的，最终的结果可能谁都没预测对，但大方向差不多都正确，正负在50%左右，即假设一家公司净利润是100亿元，预测低的投行是50亿元，预测高的投行是150亿元，这仅仅是预测几个月后。你的预测能力比投行准吗？投行们连几个月后的业绩都预测得千差万别，大家也都习以为常，可如果要使用“DCF估价模型”，不只需要回答几个月后的业绩，还要回答它十年后的业绩表现，每一年都要预测出来，如果地球上有这种能力的人，那他的伟大程度绝不亚于孙中山、摩西、华盛顿、拿破仑、林肯中的任何一位，更何况除了搞清楚每年的业绩表现之外，还要知道每年的经营现金流。

其次，十年内的每年资本支出问题，也需要给出一个准确的回答。大家想想自己在谈恋爱的时候，女孩子是否非常想知道将来的样子，以至于很幼稚又可爱地问“我们十年后会怎么样？”你可能会笑笑不回答，也可能说一些好听的话哄她开心，但说实话，别以为女孩子好欺骗，她当然知道你说的话是哄她开心，但就是喜欢听，不过她不会拿这些话当真，认为是你对十年后的“预测”。你连十年后自己的生活是怎么样的都不知道，还去预测上市公司十年后会怎么样，不让人觉得很可笑吗？但“DCF估价模型”就会要求你去预测未来十年每年具体资本支出情况，资本支出是非常难预计的，甚至管理者自己都无法预计，光景好时投资活动的支出会很大，光景不好时投资活动的支出就很小，而遇到一些不可预见的因素就更别提了，比方火灾、地震之后，资本支出就会很大。

再次，最夸张的是贴现率、增长率，这个几乎是完全随意的，完全可以凭自己的喜好选择觉得“合适”的贴现率，而哪怕有一小点的差别，计算出来的结果将大相径庭。目前据我所知，还没有很好计算贴现率的方法，“DCF估价模型”所使用的贴现率有强烈的个人好恶色彩，计算的结果毫无疑问也不可能客观公正。这么随意的结果本来不应该被使用的，恰恰因为加上“DCF估价模型”外衣，显得“科学、合理”，轻则骗计算的这个人，重则有其他投资者看到这高深的“科学”计算结果，相信并使用该结果，从而导致发生亏损，计算的人影响力越大危害就越大，这是该套估价模型害人之处。至于增长率就更悬乎了，有些公司接到一个大单子可以增长300%，之后三年都做这个单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，不说极端，正常情况下增长率变动性也很强，很多情况都可导致增长率剧烈变动，如公司出了一个好产品或遇到官司这些情况都会对它产生很大的影响。

我为什么这么痛恨这些所谓“估价模型”，因为它的随意性导致对预期的放大效应，会造成投资者的追涨杀跌，世道好时给出很乐观的四个代入数，特别是贴现率，股价越涨给出的贴现率越低，使股价怎么看都在“合理范围”，世道差时由于恐慌，给出很悲观的四个代入数，当然此时的贴现率会很高，使原来已经跌无可跌的股价怎么看还是高估，应该还得继续下跌。看透了这个本质就会发现，所谓的“估价模型”不是价值投资者的朋友，而是彻头彻尾的捣蛋鬼，没有给人以准则，而是让人主观而随意地猜测股价，丝毫没有客观可言，就像在背后鬼声鬼气地怂恿着：“对，你的乐观是对的，应该更乐观”或“对，你的悲观是对的，实际情况比你想象的还要糟糕”这样的“小鬼”居心叵测，只会伤害人们健康的心灵。

所以我的结论就是：完全不要使用“绝对估值法”，“小鬼”只会误导你把一个绝对主观、荒谬的猜测结果当权威，披上科学的外衣使人上当受骗，充其量只能成为让人意淫的工具，看着自己许多科学、高深的计算结果洋洋自得，实则自个给自个下套而不自知。反过来看也有一个好处，使人坚定对当前股价的买入信心，可以有胆子在低于计算结果时出手买入，不过可惜这个计算结果完全随意，没有客观性可言，在错误的结论上坚持，最终受到的伤害将很深，错误的估值方法危害远大于无方法；一个人在三十层的天台上，不会飞没关系，怕就怕以为自己会飞，一“飞”出去又少一个朋友。

顺便说点题外话，“自由现金流”概念是非常好的财务概念，在研究公司中要重视分析自由现金流，后面有一篇专门讨论“自由现金流”的文章，在财务上最难作假的就是“自由现金流”，很多公司财务上耍花招在自由现金流中都原形毕露，但也不能依赖自由现金流，虽然说很难作假，但不是不能作假，还是要靠各方面综合分析才能把企业的情况搞清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

企业分析方法

价值投资讲究购买物有所值的资产，在股市中资产指的就是企业，所以分析企业就是分析所投资资产，从本篇起内容相比前面要务实些，易读性肯定比前面强，但本篇依然不会涉及股票，只针对企业展开分析。其实只要对企业研究透了，买卖其股票只需使用交易软件即可，简单得无法再简单，当然往后的两篇会讨论买卖股票，但买卖股票更多的是一个操守、德行的问题。

要对企业展开分析从大的方面，可分为财务部分和非财务部分，前面讲过，对企业的分析就像医生诊断病人的状况，有体检报告和表征观察，财务报表就像体检报告，非财务部分就像表征观察。世上没有一种生物可堪比人体的复杂程度，人体可以被分析诊断，对企业的分析那更没有困难，千万不要给自己心理压力觉得企业有多复杂，觉得复杂就会比你想象的更复杂，觉得简单就会变得很容易，事实上分析企业很简单、很直观。

在企业分析中，把自己当成公司的医生替它检查健康情况，初学者千万别把企业分析神秘化，这只会给自己压力，感觉企业分析深不可测，如此就真的越来越看不懂了；大胆地进行分析，错了也无所谓，没有人一开始就完全正确，等经验慢慢累积，上手就感觉很容易了。所以分析结果肤浅不要紧，重要的是敢尝试着做；你手头也许关注着几十只股票，这样年复一年地分析，有档案积累，可以在以前的基础上更步一步，同时看到自己每年的进步，慢慢地，对这些股票会变得很了解，以至于一看股价，就大概知道是便宜还是贵了。

一家企业在开始研究时，应建立专属档案，以后对它的分析文档都归类至此，有连续性一目了然，打开档案就知道以前分析的结果，有什么地方需要修正，修正之后记录下来；这样做的话，一家公司三年、五年都会被“看化”，有三十到五十家被研究通透的好公司，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本足够了。建议你制作一个适合自己的财务分析表，这样当拿到一份企业的财务数据时就填上去，分析起来就清晰明了，这个属于财务分析的内容，且留在以后慢慢交代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15

好公司的标准

价值投资说白了，就是找到好公司在股价适当时买入，因此，价值投资需满足两点：选择好公司和确定其内在价值。这事实上非常主观，并没有什么判断标准，不过，还是有一些可以参考的方法，虽不能明确判断对错，但却是必不可少的。不可能有公司是完美的，就像人无完人一样，在分析过程中常常面临判断取舍的问题，很多时候站在管理者的角度思考，这时个人判断发挥着重要的作用。确定“适当”的股价需要一套符合自身投资思想的估值方法，没有一套标准估值方法可以百分之百准确，更确切说，根本不存在内在标准价值；注意这里说的是一套方法而非一种公式，且是无法精确计算的，估得的价格只是重要参考价，但不应该硬性地执行。

对投资而言，公司好坏第一反应马上会想到十年后还存不存在，可以相对预见十年后它是什么样的，注意是预见而不是预测，其中是存在变数的，在投资上无法完全杜绝变数，但总体上要能够控制。比如贵州茅台、云南白药、招商银行这类企业，我不知道每年的具体情况，但十年后的情况是很容易想象的，投资不需要企业每年增长 50% 甚至 100%，只要业绩平稳增长具有确定性，这样比业绩坐过山车的感觉要好得多。

公司在稳健性上要有所表现，未来五年的发展要相对可预见，在分析这家企业的过程中，未来的发展有相对清晰的脉络，即有明确的盈利方法和营业收益，但不要根据这些未来预期投资；公司从董事会、管理层到基层员工都对发展方向和目标有认同感，一心朝这个可行的方向前进，是我们希望看到的。对于公司前景，其实这是分析后的看法，并非说将来就一定是如此。准确说是对企业未来心里有底，不会感动前途渺茫，如此而已；对一家还在寻找盈利点，并不断给投资者“画饼”的公司，我们没什么兴趣。

未来五年的发展有相对的可预见性，一方面从现有业务的基本面上看发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思路，另一方面是企业财务数据；有人反对以历史数据说话，理由是过去并不代表未来，从道理上说没错，但要对企业进行分析，避开历史数据将会发现无法可依。如，有两个学生，一个过去考试每次都在90分以上，另一个每次都在及格线徘徊，那基本可判断第一个学生更有希望考上重点大学，而第二个学生还是尽早学一门手艺好；尽管第一个学生可能迷上网络游戏不学习了，第二个学生经过父母的教育后努力学习，这种可能性不是完全没有，不过是小概率事件，不能因为有小概率事件存在，就否定事物发展的一般规律。又如，像坐飞机都可能出现空难，从概率上说完全有可能，但不能据此不坐飞机了，国家元首们每天都坐着飞机满世界飞，他们都不怕我们怕什么，若真空难降临在自己身上，那是命中注定的事，心态和平地坦然面对。安全是相对的，没有绝对的完全，更何况每只股票只投入五分之一以下的资金，就算选错了也不会致命，在长期持有的成长股面前，一只股票的损失可以说是微不足道的。

以历史经验看，能做到业绩有稳定性和成长性的公司，一般都是行业前三甲，这是价值投资的重要经验，投资行业领头羊企业，领头羊不代表市场份额最大的；例如招商银行（600036）在行业中按“块头”排第六，如果按储蓄量计算，还有中国邮政储蓄银行也排在前头，但按综合竞争力提名，招商银行在亚洲都是名列前茅，是中国最优秀的企业之一，所以其兼顾了稳定性和成长性，对于其他行业，这样的情况具有普遍性。

好企业要体现在业绩上，就是三大财务报表，加上年终总结，就是公司年报。不考虑财务造假，这两份资料可充分展现企业经营情况，当然，若实地考察企业则更可靠，比文字上更能直观传达信息。企业所有的情况中，最重要的是经营稳定性和成长性，不能某一年快速增长，下一年零增长甚至负增长，这种大起大落让人不放心。在经济低谷时最能看出问题，故长期投资而言，选择非周期行业更佳，对风险的抵抗力也更强。此外还有成长性，比如每年20%的成长速度是较为优秀的，每年保持在3%以内波动，可算同时具备稳定性和成长性。

注意要剔除投资收益，反面典型例子如佛山照明（000541），2007年的净利润为42 379.74万元，同比增长58.98%，扣除非经常性损益后的净利润为12 281.92万元，只占净利润三成不到。这种公司我不喜欢，我要投资的是实业公司，如果想投资炒股机构，不会找佛山照明，会买基金，至少比佛山照明要专业些，尽管基金投资能力同样良莠不齐，不过“现金奶牛”每年可观的分红值得赞扬，在A股这个圈钱成性的市场，佛山照明的分红显得难能可贵。

好公司盈利模式越简单越好，对企业利润来源要加以考察，最好利润来自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主业，占净利润80%以上较理想。如贵州茅台（600519），谁都知道做酱香型白酒的，产品不用更新换代，放着不会坏还不断升值，基本无研发费用，百年后卖的还是这产品，有改变也是换个外包装而已；实际上茅台还做啤酒，直接叫茅台啤酒，虽然都是酒可应该说茅台不务正业，很难把茅台跟啤酒联想在一起，甚至破坏了茅台酒的品牌形象。投资就应该选择主业清晰，且贡献企业大部分利润的，当然，多元化的企业并非就一定不好，但这方面分析起来比较复杂。

如华侨城A（000069），主业有地产和旅游，把两者有机结合起来综合发展，起到相互补充的作用，从某种意义上可以算主业单一，只是形态貌似多元化。从营业收入划分属房地产行业，就算公司宣称是旅游公司，同样系周期性行业，相对来说非周期性行业更适合投资，主要是业绩稳定性这点决定的，稳定并可持续的业绩表，相比一时暴利更具吸引力。我们追求财富的稳步可持续增长，而非一夜暴富，当然，周期性行业也并非不能投资，其中不乏很多好公司，只是相对更喜欢非周期性行业。另外，周期性行业分析中时间要足够长，分析以往多年的业绩，特别是经济低谷时的表现，尽可能在任何年份不出现亏损。

行业方面除了航空外，最不喜欢的就是科技行业，不断投入技术研发，不断开发新产品，不断地创新，以求跟上行业的脚步，这种企业很值得让人尊敬，但并非好的投资目标；如IT行业最明显的特色是产品更新换代极快，产品价格大趋势是下跌，新产品刚开始有80%的毛利率，用不到半年可能8%的毛利率也难保。名不见经传的小公司，如果开发一款好产品就可迅速崛起，通常一不留神就会被超越，行业领军企业几年换一代，这完全不符合价值投资的基本要求。

以IT行业为代表的高科技行业，由于准入门槛很低，产品也相差无几，竞争几乎全靠价格，为了生存把价格杀到成本线以下是常事，2009年二三月份的时候，上网本是IT商家的宠儿，认为是继山寨手机之后，能延续山寨辉煌的希望所在，半年后所有工厂都苦叫不迭，别说没订单，就是有也只能维持生存，上网本只用半年就从天上掉到地下。在投资上要对这个行业避而远之，其行业性质决定了不适合价值投资。

只要行业依靠技术、人才、研发都应该回避，对社会的贡献自然不用多说，但是活得并不轻松。有时候为争取人才，两家公司可以对簿公堂，每年在研发上大量投入，还指不定能赚到钱，有时血本无归是很正常的，这点与风险投资差不多。另外，这类行业一般都是全球竞争的，在高科技研发和创新能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，国内现在的环境有目共睹，科技工作者都忙着与领导“沟通”，留洋人才基本不会回国搞科研，也不是说他们不爱国，只是国内科研环境不好，在科技领域要在国际与人一争长短为时尚早，如果海尔能打败索尼，比亚迪能打败丰田，金山能打败微软，华为不止靠“狼文化”，而是在技术上胜过思科，比出100位奥运冠军更让民族自豪。话说回来，如果中国移动这种IT行业企业做到“世界第一”，那国人应该引以为耻，因为它们如何取得第一大家都心知肚明，民脂民膏堆起来的巴别塔没什么可让国人自豪的。

坐地经商类防守型公司适合价值投资，典型如港口、机场、高速公路一般毛利率较高，基本都在60%~80%之间，业绩也相对较稳定，行业几无竞争。高速公路是盈利稳定的资产，业绩可预见性强，但缺乏爆发性增长潜力，没有想象空间股价上涨力度也就有限，从长期而言，是不错的价值投资目标。像上面提过的中国移动，也属于坐地经商，只要把基站网络建设好，手机入网就赚钱，通话费用是可以基本算清楚的，受经济周期的影响也很小，业务上属于防守性质。

好企业是有风格、有传统、有文化的，这些自然会在每件事上流露出来，只要去深入研究一家企业，是很容易感受到的，有时只需网站或宣传资料就能感觉得到。最直接地体现不外乎员工，正所谓物以类聚、人以群分，在企业里也一样，什么样的公司文化就有什么样的员工；如国企那种官僚文化，上上下下都是溜须拍马的人，不需要会做事，领导认同就可以。当然不能说全部都是这样，但正直的人在这种环境中都很难混下去。也有企业官僚化而面对客户的“窗口”亲切的情况，这类的典型就属中国移动，所以要透过表面现象看清本质。

文化从来都不是一朝一夕形成的，一家企业的文化最少要十年才能形成，一旦企业文化形成，就是一种强大的潜力量，与此文化协调的或能与之相容的人就留了下来，或是为了留下来，改造自己成为认同这种文化的人，说到底就是一种价值观。这就不得不提管理层的重要性，一般都是对企业文化很认同才会被任用，但有时并不一定这样；特别是国企制度下尤为如此，有些例子就是管理层不认同企业文化，硬生生地想改变它，直到把公司整个搞垮，IT巨头惠普（HP）公司这几年就有该状况。管理者最重要是诚实正直，我喜欢有管理文化的企业，管理层只需诚信可靠履行责任即可，而无论谁离职都不会对企业有实质的影响，企业赚钱靠优质资产，只要自身不行差踏错，就像印钞机一样地创造利润，而不是依靠某位卓越的管理者，一旦少了该人物企业就乱套了，这种企业让人放不下心，比如苹果（Apple）公司就是典型，少不了乔布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯，而IT行业又是风云变幻，今天的优势可能明天就荡然无存了。

最后说说“铁公鸡”，由于历史原因与制度问题，上市公司只知道圈钱，从没想回报股东，有的公司尽管“未分配利润”不少，资金闲置已久，可就是不愿意分红，把股东的钱还给股东，在他们看来是一种“给予”。分红太多导致发展资金不足也不可取，这也是对股东不负责，两者间如何衡量没有计算公式，格雷厄姆与巴菲特的主张是“如果留存利润能创造更多的收益就不要分红，如果得不到用处或收益不能使人满意就应该分红”。作为处理原则很正确，可实际操作中也很难把握，同等条件下，合理分红总比不分红的公司更让人喜欢些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16

好公司的财务特征

好公司就像健康的人，一个人是否健康，从表面就可以有初步的判断，但要真正了解其健康状况，最根本的方法还是做全身体验，对于一家企业来讲，年度报告就等于体检报告，企业经营是否正常、成长变化趋势，年报都可给出具体的答案，而其中最主要的就是三大财务报表，可算是一年经营业绩的“成绩单”。

三大财务报表的数据，可得出许多财务指标，能直观反映经营业绩的方方面面，按不同属性可具体分为：(1) 赢利状况，(2) 成长性，(3) 主营业务收入，(4) 经营管理能力，(5) 现金流，(6) 负债状况，(7) 资本状况。将其分列为七小类，相同属性的指标归为一类，其中，对企业影响大的指标，集中于后面《58 重要的财务指标》，可算应该加以重视的财务指标之介绍。

没有哪家企业会有如此多的指标每一个都令人满意，如果有，真该怀疑是否财务造假，事实上好公司并无需每一个指标都很优秀，就像不同类型的运动员不需要身体每一项指标都达到最好，射击运动员腿不需要很长，短跑运动员视力不需要最佳，好公司财务上会有一些特征，只要满足了这些特征，其他财务指标只作为参考就可以了。

对一家企业最重要的指标是“净资产收益率”，是好企业财务上的第一特征，该指标直接说明企业盈利能力，从而决定公司的成长性，而这严重影响是否买入及其估值。这个指标最直接的意义是：投入一定数量的钱，一年的回报有多少；从根本上讲，所有财务指标都应围绕净资产收益率展开。杜邦财务分析法就在这个思路下产生，以其为核心再扮演其构成原因，不足之处是不能反映“营业外收入”，当然，这也许已经超出其“职能范围”了。

合理的“资产负债率”，是好企业财务上的第二特征，李嘉诚能纵横驰骋商海 60 年，秘诀在于对财务杠杆风险的控制，该指标是企业经营稳健与否很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的参考。作为价值投资者，追求的是长期稳健的投资回报，所以对“大跃进”心态的管理层很厌恶，可以说这是股权激励机制的弊端，有些企业激励机制太过急功近利，比如万科就有这方面的问题，但瑕不掩瑜。该指标无所谓高低好坏，要看行业平均水平，太低了过于保守成长性不足，牺牲好的赚钱机会，太高了会带来经营风险，可能以一种赌博的方式在增长，纵然成长性高也不值得投资，可以说其是所有财务指标里最考验管理艺术的指标。

评判“净资产收益率”就应该关注“资产负债率”及营业外收入；若高净资产收益率靠大量举债取得，那样意味就变了，通常此时“总资产收益率”会很低，换句话说不是企业资产盈利能力高，而是净资产的基数低了。还要需强调，资产负债率的高低不能一概而论，要看行业的平均水平，比如房地产行业50%～60%可算正常水平，航空业的资产负债率则更高。营业外收入指的是主营业务收入外的部分，多数是一次性偶然所得，就算不是一次性的偶然所得，也并不受欢迎，该部分收入会误导“不明真相的投资者”。

“毛利率”高于行业平均水平是产品有竞争力的表现，是好企业财务上的第三特征，同时具有高于行业平均水平的“存货周转率”则更佳，好产品价格虚高，消费者不肯接受，那最终能赚得的利润也有限，只有在保证销量的基础上，毛利率才有意义。另外，往往高毛利率的行业“三项费用”都较高，因此提高企业效率就成为盈利的关键，只有管理效率、经营效率和财务效率的提高，才能有效提升净利润水平，张裕A（000869）是个不错的正面案例，有兴趣可以研究一下。

在成长性方面，较同行高的“主营业务收入增长率”和“净利润增长率”，是好企业财务上的第四特征，两个指标与毛利率比较，能说明产品或服务的竞争力，有时企业为了取得市场，不得不暂时放弃对利润的追求是战略选择，故而毛利率下降有些情况是好事，从市场的角度，主营业务收入增长率更具参考意义，从经营业绩的角度净利润增长率才是结果，不过问题不能绝对的看，要结合实际情况综合分析。

充沛且恰当的自由现金流，是好企业财务上的第五特征，其是现代财务分析一个重要的概念，有人主张以自由现金流为核心对企业进行评估，其最大的好处是难以作假，可以很大程度避免上当受骗，可见自由现金流的重要程度是毋庸置疑的。一般而言自由现金流越多越好，可应该有相对的度，太多可能是以前的应收账款，同资产负债率一样要具体看待。

企业有强大的债务理处能力，是好企业财务上的第六特征，在短期还款能力上，“流动比”与“速动比”均大于1比较理想，而且两个指标越接近越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，大且接近表明有强大的短期偿债能力。另外，与此对应的收回欠款能力也很重要，应收账款、应收票据、预付账款、其他应收款越小越好，账期越短越好，一般账期在3年或以上的，很大一部分将成为烂账，如果一家公司3年或以上的应收账款很多就应该小心了。

以上六点是好公司在财务上显著的特征，当然指标是死的人是活的，不应该用指标来决定投资，如果那样行得通，电脑便可以完成所有投资工作了。财务指标确实非常重要，可以认为是根本上的参考依据，但应该包含在整个的企业分析系统中，而不可以偏概全，要灵活运用才有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17

投资百年后还将领跑的企业

巴菲特有一句非常著名的话："如果你不想拥有一只股票十年，那么请你不要拥有一分钟！"有人说成功的投资者，那种性格是与生俱来的，不清楚具体指哪一方面，但这种投资思维肯定是一个具体表现。我这些年在投资思想上一直在改进，如一开始并非很看重成长性，学格雷厄姆关注净资产，到现在也慢慢改变过来了，唯独对企业思考的第一步从来没有改变，那就是企业十年后还能否领跑行业，更长的时间还能不能持续经营?

从哲学角度看，有始就有终，有因就有果，企业也终有结束的一天，这也是股票估值"自由现金流折现法"的前提；的确，再伟大的企业也会有结束的一天，但从投资角度不应该这样看问题，就好像一个小孩刚出生，所有人都为新生命的到来沉浸在喜悦中，但如果从"哲学"的角度，这孩子肯定会死的，正常情况下在60~100年之间，一般也就29 200天左右，长的也就是36 500天，已经是"乐观估计"了，若从这样的角度看问题，那人生是没有意义的，投资也是。

企业与人一样，想长命百岁都不容易，真正做到"百年老店"的企业并不多，当然，这也与过去的社会大环境分不开，相信未来的一百年会出现许多百年老店。这里指的百年并非时间长度，而是一种象征，也许五六十年，也许二三百年，但肯定不是十年内会倒闭的企业。从适合价值投资的行业中，选出十年内不会倒闭的企业不难，今天在看财经新闻时，播到全球最大的手机生产商诺基亚，今年第三季度净亏损5.59亿欧元（约合8.34亿美元）的消息，智能手机领域竞争激烈，苹果iPhone和黑莓手机的强势使其盈利压力很大，而手机向智能化发展又是必然趋势，如果未来诺基亚跟不上这样的发展趋势，其就会被淘汰，起码老大地位不保，而拉它下马的这两个品牌，五年前还名不见经传，元老级的摩托罗拉手机业务，现在都混不下去了，这就是高科技行业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属性。

从十年后还是行业老大与否的角度出发，找出符合要求的行业、企业；行业就看属性，像食品、超市、银行这类属性就符合要求，其实只要看一下国内外，百年老店多集中于哪些行业，心中基本就有数了，每个细分行业都有自身独特的属性。比如有色金属类的铝业，属典型周期性行业，国内最大的铝业公司“中国铝业”（601600）在经济向好时，和其他企业一样赚钱，但只要经济不那么景气，首先感到不适的就是这种公司，净资产收益率 2008 年 0.02%、2009 年 -6.8%，此时产品毛利是负的，也就是说原材料的成本高于产品价格，行业中这种情况并非个例。刚准备赴港上市世界上最大的铝业公司——俄罗斯铝业联合公司这两年也是血本无归，经营业绩惨不忍睹；而同属有色金属行业，大家看看黄金类公司，山东黄金（600547）和紫金矿业（601899）在此次的全球性金融危机中活得多滋润。另外，那类几年换一家行业的领跑者，行业老大比美国总统换得还勤的行业，也不适合长远投资属性要求。

选择了适合价值投资的行业，接下来就是确定哪家企业会走得更长远、更稳健，人的力量有时真的很有限，必须承认人的局限性，其实做人有时候洒脱一点不强求，也不必什么事都要人定胜天，选股票也一样，尽人事、听天命，百年后的事谁会知道呢，除了神棍以外明天的事都没有人知道，所以在选择好公司时，依然有一个前提：现在优秀的企业将来也会很优秀，现在领先的企业将来也很有可能领先。从这个前提可得出，最可能百年后领跑行业的企业，就是现在已经在领跑的这家。当然，也并不是一定要这么静止的看，展望未来发展趋势是可以的，但要知道看不清楚的时间远多于看得清楚的时间。

其实这样的假设是完全科学的，如果看历史上的案例就会知道，公司的好坏是有传统、有基因的，就是前面所谈到的企业文化，巴菲特也是特别强调这点。所以常常看到好公司经历了不景气的时期，发展得更加壮大，而差公司亏损后任凭如何资产重组，几年后照样还是亏损，这些都不是无缘无故的，现在很多企业都看到这点，想方设法引入好的基因，试图改良原来的基因，但实际成功的例子很少，大量案例表明坏的基因想改良非常困难。

作为价值投资者培养对企业的第一概念：能否长远领跑行业？这点很重要，别以为这是很遥遥无期的事，事实上很快就会反映在你的投资成绩单上，因为对长远经营能力的重视会变得重视行业，行业的选择很大程度决定投资的成败；如以上所讲，有色金属中的中国铝业（601600）和山东黄金（600547）在不同经济周期里的表现已经充分说明问题了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18

避而远之的股票

投资最根本是赚钱，对于价值投资者而言能赚多少钱，从根本上取决于企业的盈利能力，在选择投资标的上要“克己复礼”，选择企业是价值投资成功与否的关键所在；其中“净资产收益率”是非常重要的财务指标，在前面《16 好公司的财务特征》中已经对其有过介绍。财务对分析企业非常重要，但若只从财务角度看问题，很容易跌入财务陷阱，现在就要跳出财务的眼界，看看哪些企业是价值投资者应予以回避的。

据悉，此次创业板首先三批公司 IPO，每批 9 家共 27 家发行市盈率平均 56.7 倍，如此之高的借口就是公司有高成长性，预计不用三年就可以支撑现在这个发行价格，这当然不是财务陷阱，但也应避而远之。这里两个理由他们都搞错了，第一个所谓有高成长性，只是假象；第二个理由就更荒唐，上市公司不以现在估值为基准，先透支未来三年收益，说白了就是打劫投资者未来三年收益，在中国股市这种“文明打劫”何时休。

创业板上市的公司，近 4 年平均毛利率 46.71%，净利率 21.78%，2007 年、2008 年营业收入平均增速 84.43%、49.92%，净利润增速 169.67%、70.67%。且不说创业板公司是否理应有这样的成长性，就拿最核心的净资产收益率看，其平均值也就 21.78%，只能说是优秀，并不能说很突出；另外，由于上市募集资金，而使其净资产大大增加，高溢价发行得到的钱就更多了，而上市募集的资金能否有效使用，创造利润仍是未知数，致使净资产收益率的除数——净资产被放大，而净利润短期内并未同步放大，自然净资产收益率会下降。就拿上面提到的紫金矿业（601899）来说，该公司 2007 年的净资产收益率是 47.75% 够高吧，这是未上市前一年的数据，跟创业板公司 21.78% 不是一个档次，但紫金矿业 2008 年上市融资后，当年其净利润、利润总额同比增长，而净资产收益率却为 19%，如此大的降幅与高市盈率发行不无关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言归正传，要避而远之的股票有如高科技类，也是以前反复提到不宜投资的行业，其行业特点就是快，发展太快使得领先的企业不留神就被超越，就是微软这样的巨头在网络搜索上的不留神，就冒出了一家强而有力的竞争对手Google，更别说当年被微软干掉的许多公司，网景公司是其中较为人所知的；Google相对专注于搜索，结果Facebook的访问量和用户忠诚度都超越自己。

与其相似靠研发能力取胜的公司也不理想，这类企业每年在研发上投入大量资源，但回报却不确定，很讲"运气"，两三年可能原本一家看不上眼的公司，开发出好产品成强大竞争对手，说白了这种公司还是靠着研发团队、技术人才，靠"人才"的公司很不可靠，一个科技人员离职，就带走核心技术，到其他公司之后不久，对方就有同样水平的产品，竞争优势瞬间没了，所以技术人员常被要求签技术保密协议和禁止同行业竞争条款，要求离开公司后几年内不得从事同等职位，有没有起到应有的效果那又是一回事。

靠价格取胜的公司也并非好投资标的，这类企业往往毛利率很低，靠快速周转维持生存，但通常高周转率带来市场份额的同时，也让同行生存不下去，使得不管愿不愿意都得跟着降价，靠价格取得市场的企业往往做不长远，成本其他都差不多，价格谁都可以降，并不能算是真正的优势，所以这种行业往往竞争激烈，产品又无高的附加值，同质化严重，想要从容经营实属艰难。

靠工厂盈利的公司也不可取，跟靠价格一样，工厂人人可以开，投入资金就行，工人满街都有，到人才市场一招就可以了，生产线从国外一买就有，有些国内也能制造。做工厂的像富士康够大了，光深圳工厂就有二十万人的"紫禁城"，代工世界IT巨头八成以上的产品生产，因为"世界500强"排名是按营业收入计算，因此属世界500强企业，工厂做到这份上算绝无仅有了，但就在2008年、2009年世界金融危机下，其有多寒冷自己才知道；况且中国的人力和土地成本优势不会永远存在，世界工厂优势也会慢慢失去，总之工厂不是长远发展之计，自然不符合价值投资选择企业的标准。

靠流行文化，请个明星做广告就可以做到行业十强甚至领先的公司，也应予以回避，今天可以卖广告做领头羊，明天别人也会这么做，像"美特斯·邦威"，请周杰伦一做广告就火了，前几年"生活几何"火的时候谁知道它，再前几年"佐丹奴"更火，现在好像是"以纯"最火。这一种公司就像它们所请的明星，火几年就差不多了，出几张专辑如果没人买，也就可以退休了，地位随时受挑战；像巴菲特为其宣传的"大杨创世"，巴菲特只说它的西服好穿，而不会买它的股票，伯克希尔原来就是纺织企业，巴菲特看股价便宜就全仓买进，后来被其纺织业务搞得筋疲力尽，七匹狼、利郎、大杨创世这类企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽比请明星做广告的好些，轮替没有那么快，但本质上也非投资首选。

周期性行业我们并不排斥，如果有优秀的企业也可以投资，但投资方法有所不同，基本上不会长期持有，而且要区别对待。如航空类就最好远离，巴菲特说过莱特兄弟发明飞机害了投资者，当然这是幽默的笑话，该行业属性是经济景气时油价高涨，其成本又依赖油价，所以大幅上升，经济不景气时又没人坐飞机，收入大幅下降；而机票常年打折，各航空公司之间拼价格，如果票卖不出去，只有一个乘客也得飞，飞机每年都需要维护，又需要更新换代，都是很大的开支；另外，还有可能遭遇空难，保险公司、航空公司都会承担巨大损失。其资产负债率常高于90%，净资产收益率基本没连续三年超过10%，这是一个“雷锋”行业，动不动就经营不下去要并购、重组，国内外都如此。

工程类的公司靠接单日子也不好过，工程时有时无，没有品牌优势，其实这种企业就跟开厂差不多。工程行业一般毛利很低，还常常没工开，有工开也是勉强维持生计而已；而且不要相信所谓的订单数可以生产几年，就像造船厂，经济景气时接到很多订单，遇到经济下滑订单差不多都取消了，船在建造中的客户宁愿违约，不要定金也不愿意要船，这种公司与长期价值价值要求不符。

靠广告轰炸才能经营的公司，也并非好的投资对象，如网络游戏，它结合了广告和航空类的双重行业属性，产品一下子就火起来，一下子又过时了，找不到新的好游戏代理就没得玩了，而只要开发或代理有一款好玩的游戏产品，马上可以做到市场 No. 1，这样的公司有什么投资意义呢，公司本身就是完全投资性质。又如，智联招聘这一类，每天都做广告，每天都发邮件提醒用户：“我在这里！”，这种公司赚钱太累了，而且没有护城河。

最怕的还属不务正业的公司，主要收入来源靠变卖资产或股市“投资”，还有一类公司专注于主业，但主业却是亏损的，靠政府的补贴过日子，像2007年油价高涨时成本倒挂的中石化（600028），当年其炼油业务是亏损的，但政府的巨额补贴，倒让它赚了不少钱，就是现在每年也都享受政府补贴，像这类公司从长期而言，也不是投资的好对象。

公司什么业务都做，但什么都做得不出色，而且各业务间无互补效应，这也是典型的差公司，以一己之力去挑战许多细分行业专注的公司，结果肯定要吃亏的。公司各业务间没有优势互补，很多能量都在内部消耗掉了，表现为经营成本巨大但收益有限，遇上行业不景气马上原形毕露。我们喜欢产品单一，有核心竞争优势的公司，选择投资对象往往是从其产品或服务出发的，产品好再看生产企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在管理层方面，资源配置能力很重要，可认为是管理能力最核心，资源最根本是人和资本，好的管理者知道把有限的资源放在哪里最合适，让其发挥最佳效率，和部分有效率后企业整体效率就提升了；管理层最怕人事变动频繁，企业效率高必定有稳定、务实的管理层。从长期而言，一家企业的发展取决于管理团队，好的管理团队可以把差公司带好，差的管理团队会把好公司搞垮。管理层的不诚信，包括财务造假、重大信息不披露、夸大经营业绩、操纵自身股价等，对于这样的公司无论其他方面多么优秀都应该退避三舍。

最后，靠重组卖未来预期的公司，也应该不予理会，要的是实实在在具有稳定性的经营业绩，在 A 股市场中，企业心思不在主营业务上，而在股市卖概念的不乏其数，而有些“投资者”就喜欢买这种概念，但作为价值投资者要对这类概念说 NO!

在实际投资中需要避而远之的股票远远超过所罗列的这些，但万变不离其宗，除了经验积累之外，最主要是知道好公司的标准，不要试图拿一些指标活生生的硬套，只有掌握了识别好公司、坏公司的本领，才能有效为投资安全保驾护航，这里所讨论的目的只是为了抛砖引玉，为如何识别好公司和防范坏公司有基本的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19

企业所处行业的讨论

行业对公司、对人一样，非常的重要性，俗话说男怕选错行，女怕嫁错郎，投资中的公司就像男人，而投资者就像女人，对长期投资而言，公司所处行业往往关系到投资成败。当然这里所指的是行业属性，而非行业景气度。所谓风水轮流转，再好的行业也会有不景气的时候，只是受到的影响大小不同，所以不能因为行业都会不景气，就否定投资上选择行业的重要性。

比如2008年经济景气状况，各行业或多或少都受到影响，但这种时候往往可以学到很多东西，看到许多行业的本质属性，比如航空、海运、汽车、钢铁、有色金属，这些行业在经济不景气时受到的影响很大，不大符合长期价值投资的要求。而如银行、黄金、酿酒这些行业看来，虽说短期也受到些影响，但都只是微不足道，企业生存不会有任何压力，只是暂时成长性没那么强罢了，表现为“净利润增长率”增速放缓，但“净资产收益率”小幅回落，很显然这适合于长期价值投资的要求。

行业除了有好的抗不景气能力外，准入门槛高也很关键，行业不能老“三天更换大王旗”，市场No.1的老大位置总是坐不稳，比如家电零售行业前几年国美是No.1，现在轮到苏宁坐头把交椅，苏宁依然处在高速成长阶段，现在投资苏宁近几年可能还有赚头，但该行业很难把握十年后会变成什么样，行业激烈竞争使得企业只要走错一步，足以被对手淘汰出局。反观银行业，基本上可以看到十年后的样子，十年后现在这些银行还是会存在，而且市场地位不会发生巨变，在这样的行业选出最好的企业，只要买入的价格合适，长期持有赚钱是肯定的事。

行业属性和企业规模对长久持续经营而言，行业属性要更重要，比如苏宁电器和国美电器，规模已经很大了，但资金链绷得太紧，危险谁都看得出来，不过行业属性决定没得选择。企业规模对经营稳定性也不容忽视，价值投资喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢大蓝筹就是因为稳健，这涉及成长性和稳健性的平衡问题，小公司往往成长性更容易高些，当然高成长性的大公司是不错的选择；银行业中的小公司，也比高速公路、旅游类的公司大，比如招商银行（600036）既稳健又有高成长，适合长期持有。

中国银行业的前景是值得看好的，不涉及研发、科技的行业不怕加入WTO后洋企业的竞争，而且银行业有许多本土特性，行业主力永远都是国内的银行，政府不会让外资银行占主流地位，虽然外资银行可在中国开展业务，但实力远远不如国内银行，这点有充分的事实作为依据，从行业分析对其基本看法是：不仅可在国内做大做强，而且有走出去的潜力。最后就算走不出去，在中国市场也够发挥了。

去年次贷危机下，人们普通对银行业前景感到担忧，但我们只看行业本质，不会因为短期因素而改变看法，所以一如既往看好银行业，今年银行业绩大大超出投资者预期，短期股价也有一波可观的表现。与其他行业比较，去年跌得比其他行业多，今年涨得不比其他行业多，和投资者的未来预期有关，如政府融资平台、天量信贷坏账预期、再融资预期等利空，其实这些担忧都是没必要的，也正因为这些担忧往往带来投资机会，而在担忧真正“兑现”的时候，股价一般早就已经上涨了。

上面对周期性行业“不稳健性”多有非议，实际上我们认为其中有很多投资机会，只是要懂得如何去分析这类公司，要把分析的时间跨度拉大，而且注意行业最不景气时公司的表现，要求比同行表现出色，最好不要出现年度亏损，而且存货周转要高，对这类公司特别重要。比如处于典型周期性行业的铜陵有色（000630），从不景气时的表现看，价格合适的时候可以买入，只是周期性行业投资思路与成长股不同，对投资者的考验也较大。

对行业的选择我们总强调行业属性，而不去过多纠缠于景气度上，对自己看好的行业深入研究，选出好公司并做好估值工作，在股价低于内在价值时坚决买入，我们认为这么做的人就是价值投资者了；再强调一次，不要太多考虑现在的行业状况、景气预期，至于宏观经济状况就更不相干了，那个留着让经济学家吹牛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20

对除权除息的讨论

除权（XR）、除息（XD）是回馈股东的行为，大家常感叹A股的上市公司太过“铁公鸡”，只知道上市圈钱，从来不想回馈股东；已经对这样的做法习以为常，但要分开对待，有些公司是有心无力，有些则是有力无心，真正有力又有心的，像佛山照明（000541）、张裕A（000869）这样的公司太少，对于有心无力的公司那也没办法，而对有力无心的公司则为人所不齿，这种公司手里拿着大把的钱，公司未分配利润占净资产的一半，实际经营活动中根本无需这么多资金，同时又没明确的使用计划，这样的公司是应该遭到声讨。

除息一般指的是红利，即是股利。在国外，投资者十分看重一家公司是否有稳定、合理的分红记录，在中国，由于上市公司的分红记录都非常糟糕，已经没法计较。在欧美等发达国家的股市，上市公司除了有好的业绩表现外，一份良好的分红记录也是博得投资者青睐的必要条件；以前很长一个时期，美国股市都以分红作为判断公司好坏的重要标准，许多公司为了在股价有好表现，都会最大可能的分配股利，有的甚至每年有固定的分红，无论当年的经营业绩是盈是亏，都以同样数目的分红回馈股东，后来发现这种做法有弊端，现在还在沿用的公司已经很少了，改用净利润比例的分配方案，更科学、合理，能在保证公司正常营运不受影响的情况下，尽可能地把多余利润分配给股东。

有些公司不爱分红，一年到头就是送股，即是除权，代表对新增利润以股份的形式予以分配；对股东而言，这会摊薄原来每股所代表的权益，可以更简单地说，以原来的市值除以新的股数，而多分配的股票可供卖出，从结果看跟直接分红差不多，一样可分享企业经营成果。从公司的角度除权与除息就很不同，除权只把每股所代表的权益稀释，资金并未减少；而除息要把资金分配给股东，很多公司不愿意分红，都会以除权的方式应付。除权的意义，其实跟拆股是一样的，只是名字不同罢了，都以更多股数代表公司的权益；对于高速成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长中的企业，基本都以送股来应对股价的上涨，而不让每股价格过高，此外，由于高速发展的企业也有更多资金需求。

经营企业是为了赚钱，同时经营活动中也离不开钱，每个人都知道现金流对一家企业的重要性，就像血液对于人的重要性一样，没有现金流的支持，那企业的发展也就无从谈起了，但这面临一个问题，企业需要多少钱才是合理的？这个没有标准答案，不同的行业对现金流需求各异，但应该有一定合理范围，中石油跟云南白药对现金流的需求肯定不同。但一般从自由现金流与未分配利润之间要有一个平衡，同时未分配利润保持半年左右周转所需资金较为合理，净利润也是衡量指标，如果未分配利润远远高于净利润，则有故意截留利润不分配的嫌疑，但各家公司情况各不相同，不能以此简单下定论。

留存多少收益合理，展开讨论用十页篇幅并不嫌多，到最后也没能得出“计算公式”，其实也不需要精确认定。这并不是现在的主题，要说的是对于确定无疑的“闲钱”，就应该分配给股东，不应毫无理由的分红；在一种情况下除外：这些“闲钱”有明确的使用计划，获得高于分配给股东的收益。当然，并不是拿去炒股，而是对内投资改善自身经营能力，如可投资固定资产、增加广告支出、设立销售子公司等，也可收购与业务相关的上下游资产，升级生产线也是不错的资金去处。

这同时带来一些不确定性，比如广告支出，所带来的收益是无法被精确量化的，即是说无法确定其会获得更高的收益，这样一来这些“闲钱”也就不闲了，我们所指的是各种必要支出后，用无可用的资金，除非有合理计划使用，否则应该分红。在中国 A 股，很多事都本末倒置，像分红这件事，理应是一种常态，把经营所得分还给股东。合理的过程应该是，如果公司确实有需要保留利润；应该由董事会提出并经股东大会表决。

在欧美国家上市公司的分红被看得很重要，但 A 股低分红是“传统”，投资者不得不面对这个现实，很多好企业分红记录都近乎零，却有很高的成长性；反过来看，高成长性从长远角度不分红是好事，将来股东能得到的回报会更多，这符合以上所说“高于分配给股东的收益”就不分红，待到资金满足发展需求后，若还有钱再分红。对一家企业好坏的判断，分红固然是一个方面，而不能都以红利来判断企业好坏，股票并不是债券，企业的成长才是股东最大的投资回报，这才是价值投资的核心。

虽然我们不赞成每年派发固定股息的做法，但对在企业能力之内，每年有规律的合理派息持肯定态度，可惜在 A 股中看不到几个这样“自觉”的公司，还是希望有越来越多的公司，能够正确对待分红派息。对股东负责的管理层，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必定对企业的经营负责，从分红上有时可看出管理层的素质和责任感，有没有正确认识自己的角色，履行职业经理人的职责。

对于保留大量利润而又没有明确用途的公司，应该引起适当警惕，无论管理层其他方面多么出色，大量的闲置资金本身就说明管理能力不高，资源配置能力不符合股东利益最大化要求，这种公司也许是很赚钱，但没有把能量都发挥出来，能在资源上最优化配置的管理层，必定包括利润分配这块。在赚钱能力最大化所需资金得以满足后，就应当把剩余的利润分配给股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21

美元与大宗商品的关系

按 GDP 计算，中国已经是世界第三大经济体，而且这台“世界经济发动机”还在高速运转，因此，有人就提出人民币要国际化，要成为世界储备货币，这样才能与中国的经济地位相符，可别忘了世界经济一哥美国，还未承认中国的完全市场经济地位；中国的政治体制和外汇管制政策只要不改变，人民币就不可能成为国际储备货币，另一强势货币——欧元这几年风头正劲，大有与美元平分天下之势，美元长期的贬值助长了这种趋势，相对于欧洲各经济体，美国有更大的贸易逆差，这是看空美元的一大理由。

从目前看美元在国际贸易中的结算货币地位没有改变，尽管各国一致认为国际货币体系需要改革，IMF 也增加了人民币的话语权，但从短期看还找不到一种可以替代美元的方法或“世界货币”，只能先增加些欧元储备以应对美元贬值。无论国际货币体系是否会改革，美元的地位是否会被弱化，但一个占世界 GPD 三成的国家货币还是不容小窥，主要国际结算货币在往后很长时期内，依然还是美元，其国际贸易结算货币地位还会维持下去，欧元只能起到补充作用。这是其全世界最大经济体、最大进口国、最大金融市场决定的，其基石是美国政府的信誉，尽管它不是完美的，但世界上找不到一个比它更可靠的国家信用。

世界上最大的投资国是美国，不管是否到美国投资，只要想在别国投资，都需要把本国货币兑换成美元，这样才能投资到其他国家，美元成为中介货币，形成对美元的刚性需求。以大宗商品期货市场来说，价格几乎为欧美所垄断，芝加哥商业交易所（CME）、芝加哥期货交易所（CBOT）两家就占到世界期货商品年交易量的近半，无论是原油、黄金、铁矿石，价格几乎都是美国说了算，有时候现货市场供需并不紧张，由于投机或是通胀预期，期货上涨直接拉升现货价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如去年的原油价格，在世界范围内并未出现供应紧张的局面，有的只是短暂小范围供应失衡，很快就得到缓解，而原油价格一度达到140美元上方；这时美国政府对主要产油国施压，要求其增加产量，欧佩克的回应说不会增加产量，从表面看是有意维持高油价，因为这对自己有利；其实不然，欧佩克给出的理由是投资者对原油期货的炒作使得油价居高不下，矛头直指美英原油交易市场，双方因此争论不休；直到华尔街金融风暴肆虐，产油国被迫减少产量，但国际油价依然跌到每桶35美元，这时候大家才看到问题所在，症结在于市场投机炒作。

按现在的原油产能，再考虑到世界工业化水平和进程，对石油的需要峰值已经过去，只要排除战争、自然灾害等非常态因素，我们估计在未来三十年内，都不会发生什么石油危机，有的只会是人祸，就像2008年那样的价格炒作，故意囤积居奇造成的。将来人类会找到可持续发展的道路，特别是新能源投资如火如荼的当下，技术的发展使绿色能源已经不只是概念，随着人们的努力，世界会慢慢摆脱对石油的依赖。

美元与大宗商品有紧密的关系，可以想象一下，资金就像流水，会在美元与大宗商品之间流动，当流向那一方时，就会水涨船高。投资者都看好大宗商品的时候，就会把手中的美元换成大宗商品，对美元的需要就不怎么强烈，短期会使美元贬值。当然美国的货币政策、利率水平和贸易收支等都会对美元指数造成影响，这些是基本面因素，短期对美元的需求直接决定其涨跌；反过来若投资者都觉得大宗商品无利可图，这时就需要把大宗商品兑换成其他资产，美元和美国国债成最基本选择，这会促使美元升值，无论是否出于避险目的，当投资者想换掉大宗商品时，第一选择就是美元。所以，美元和大宗商品之间存在反向关系，大宗商品涨时，美元一般就会下跌，大宗商品跌了，美元一般就会上涨，有时会出现短时间的同向运动，之后必定是分道扬镳。

一般情况下，只要经济预期向好时，美元就会下跌，大宗商品就会上涨；而当投资者对经济前景感到悲观时，出于避险需要，美元就会上涨，大宗商品就会下跌。宏观面上看也合乎经济逻辑，经济向好时美国每年都有大量贸易逆差，这使得美元无法强势，而弱势美元从近几年看也未有效抑制廉价商品的进口，这状况不改变，美元贬值将是长期的过程，也由于美国自高科技产品出口后，没有找到新的有效经济增长点。流动性过剩使得大量货币流入市场，也会导致通货膨胀型的商品资产泡沫，这样的“盛宴”也可以适当参与；例如原油每桶从35美元，上涨到现在的80美元，无论是实体经济复苏还是大宗商品泡沫，对投资者来说，为什么上涨到80美元不重要，重要的是每桶原油值35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。

你也许奇怪这跟A股有什么关系？前面说过价值投资只专注公司是否被低估，对宏观经济只需了解大方向便可，不要钻牛角尖“解读”经济，更不要去“预测”未来走势，这样的事留给经济学家干。当我们了解美元与大宗商品关系的时候，其实是了解世界经济的宏观走向，现在中国对外开放程度越来越高，对外贸易依存度是世界上最高的国家，比日本还要高，可以说中国经济与世界经济是同呼吸，共冷暖，国内的统计数字有太多的“中国特色”，了解世界经济是了解中国经济的重要部分，中国越来越难走出“独立行情”，必将融入世界经济大潮中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

22

一人管理与现代管理的对比

现代管理理念从“出生地”上说，是西方资本主义市场化的产物，制度的核心是职业经理人负责制，也就是“信托责任”，资产所有者与管理者分开，管理者负责企业具体的经营，并向董事会负责，从根源上跟西方文化，特别是基督教文化分不开；在中国我们硬生生地拿来人家的这套制度，说不晓得也好，不情愿也罢，在拿来制度时并未拿来人家的信托文化，取而代之的是官僚文化，以致中国许多现代化企业的管理模式，都有点不那么是味道，似是而非的感觉。

企业管理在现在看来并不稀奇，但就是30年前在中国也没有这个概念，那时候没有私有经济，公有经济下产生了许多低效又臃肿的企业，在这些国有企业里面，虽说个个都是“家大业大”，然而几乎全是一人管理的公司，领导一人说了算，大家也并没有感觉这有什么不妥，自然是因为那时候在人们的观念中还没有“现代管理”、“经理人制度”这样的概念。

现代管理架构一般运用于大中型企业中，前提是企业有能力养活这套制度，或者有时大到一定程度出于管理上的需求，必须引进现代管理制度，但往往排斥其文化；这么做非常可惜，现代管理制度可以让一家大企业如机器顺利运转，但机器是没有灵魂的，只有引进了现代管理文化才是一个“有生命的机体”，为企业带来源源不断的活力，一代又一代的员工都能传承到这种文化，从而无论谁领导这家企业都不致被毁掉，人事任免也不是“一朝天子一朝臣”，企业的长远发展才有根本保障。

现代管理模式是企业做大做强后必然的选择，有些公司发展到一定程度上不去了，不是因为市场饱和，更不是因为竞争激烈，而是管理跟不上脚步，这种现象在连锁经营的企业最常见；就算成功引进现代管理的企业，也要看成功的程度，因为管理并不是一劳永逸的事，并且最难的部分是文化的引进，制度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的改变员工肯去接受，文化可不是主观想接受就接受得了，而且发展到一定规模企业已经形成了一种“土文化”，要引进另外一种文化，就意味着要移除原来的“土文化”，但这是员工深深认同的价值观，所以往往在这部分会遇到极大阻力。引进现代管理架构的另外一大阻力，原来的创始人既得利益受到冲击，“权力重组”是从最高层不愿意改革的根本原因。

一人管理这种很原始的管理模式在中国很常见，中国中小企业众多，私营经济经过20多年的发展，小企业如若繁星，基本都是一人管理的公司。企业由创业者一手包办起来，这是必然的发展模式，成长壮大后很少可以脱离这种模式，并且创始人一般认为企业是我一手带出来的，肥水不流外人田，公司里头好职位全让自己的亲戚朋友担任，这样也让他觉得比较放心，自己人比较能相信。在许多做得已经非常大的企业中，也不乏这种管理模式，中国家族企业几乎都是一人管理的公司，但在西方家族企业许多可以引进现代管理模式，并且经营得十分成功，巴菲特投资的《华盛顿邮报》就是家族企业。

以上并不否定一人管理模式，也没有说现代管理模式就一定好，这样都太以偏概全，有时候就像汽车和火车的比较，一定要说哪一个更好，我可说不上来。一人管理的公司如果在非常有能力和负责的人手中，再加上点机遇和运气，就可能会大步前进；因为少了许多的牵制，他可以把他的想法迅速实施，遇到什么问题或突发情况，公司可以最快速调转船头，避免更大的损失；一旦发展机会出现，也能果断出击，不用走许多行政流程和内部争斗，致使贻误最佳战机。但问题是决策主观化，没有多角度考虑问题，所以强调有能力的人，但有能力的人不是全能的人，他也会犯错误，并且由于权力缺少制衡，由于这个管理人的偏见，可能使公司一错到底最终倒闭。

对企业而言现代管理架构比一人管理优秀，上市的国有企业都有现代的管理制度，但从实际上都是“一把手”说了算，虽然股改、上市了，可官僚文化在根子里无法抹去；当然，这也是大环境造成的，不能说只是企业本身的问题，认清现代管理架构下的一人管理公司，对价值投资有所帮助，起码在对这类企业进行估值的时候，这点会被考虑进去。原则上更希望投资有现代管理架构和现代管理文化的公司，在同行业、同等盈利能力的条件下，更愿意给这种公司高报价。

一人管理的公司并非不能投资，只是相对而言现代管理的公司更好，如中国平安（601318）是最典型的例子，巨无霸规模的现代管理架构企业，其文化根子是一人管理，中国平安我个人虽然不是很喜欢，但不否认它是家好公司，将来招商银行（600036）的真正对手是“中平安＋深发展”，在服务水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上这将是真正级别的较量，但偌大一个中国金融市场，完全容得下更多强者，相反在竞争中能够相互促进。

综上所述，我们认为一人管理与现代管理模式并不能一刀切的简单定义好坏；特别对于中小公司、创业型企业而言，从现实角度考虑必须要一人管理，如果建立一个现代管理体系，成本对于创业阶段的公司是无法负担的，也是毫无必要的。想想百度在创业的时候，就那几十号人，李彦宏抬头就可以看到“各个部门”的工作情况了，建立一个现代管理体系只会使创业资金更快烧光，到时候只能关门大吉，除非 VC 肯投更多的钱，满足这套没必要的现代管理体系的运转；当百度发展到一定程度时，就算李彦宏“视力”再好，也看不清各个部门的工作情况了，李彦宏是留洋回国创业，接受现代商业文化，IT 行业又不同于传统行业，再加 VC 基因使然，管理制度当然必须建立起来。

所以企业发展到一定规模，管理者的“视力”无法看到每个员工的时候，要用其他方法补充视力不足，方法有很多，现代管理模式并非必然选择，但所有伟大的企业几乎无一例外采用现代管理架构。上市公司应该说大都具备一定实力，上市必须股份制改造，从架构上已经体现了现代管理模式，但很多公司是为了上市不得已接受股份制改造，但对引进现代管理文化没兴趣，通常代之以官僚文化，其实这在另一个层面上说明，为什么上市公司整体竞争力不高的原因。

常言道：铁打的营盘流水的兵，十年前和十年后对一家企业来讲，企业还是这家企业，但已经物是人非，人员是流动的，在老体制下国有企业那种一个人在一家企业的一个岗位上一干就是一辈子，也不管他干得好不好，这种不正常的现象只是特殊情况，最后也被证明是行不通的。全世界只有日本的企业有类似于这种文化，但我们通过研究后发现，日本企业还是有很科学的人员考核机制，在员工忠诚于企业，把企业当家的国民文化下，有一套激励和扣罚标准，企业间的人员流动有条不紊的进行，只是比其他国家的企业人员流动更受儒家文化的影响，除了日本之外韩国的企业也奉行这种文化。在这方面中国是否需要深思，我们奉行“拿来主义”全盘接受美国式企业用人制度，而且用的比美国人还彻底，只“拿来”美国的企业制度而不拿来美国的企业文化，套上中国的“人治”文化，如果这也算是一种“创新”的话。我们不是没有探寻过中国文化与现代企业管理的融合之道，但要问为什么中国现在的企业是这样的一种文化状态，从“求大”到寻根将是未来中国企业发展的一个必由之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

23

阅读公司年报的重要性

价值投资者都明白年报的重要性，无论处于什么角度，起码对这点都是认同的，假设有人说自己是价值投资者但不看年报，会令人无法想象，对上市公司不了解就无法进行价值投资。因此，不看年报或者看不懂年报的人，根本就不是价值投资者或是未真正入门，尽管他想成为价值投资者，但别说对价值投资的信仰，就是财务分析知识都还没及格，看不懂年报的人八成是因为财务知识欠缺。

有人认为年报不能全面地反映公司的情况，特别在时效性方面，这样的说法是有问题的。虽然我们不厌其烦地强调年报的重要性，但从来没有说它是唯一的，除了年报外还有许多信息渠道可以了解上市公司的情况，我们只是强调年报是最主要的渠道，但并不是唯一的渠道，这样一来年报所不能反映的公司信息，可以在其他地方了解到，从而也就不妨碍它的价值了；从公司研究的需要出发，年报是最重要的信息来源，其他各种信息可作为补充。

所有的渠道能了解到的信息还无法全面反映企业的情况，这样的情况也是有可能的，跟公司管理层相比，投资者所能获得的信息相形要少得多，这样的说法是完全站得住脚的；但我们认为，以年报为代表的信息披露制度，如果严格按相关要求执行，对投资所应了解的信息是足够的。也就是说，要投资并不一定要对企业所有信息都了如指掌，虽然此话不像是价值投资者应该说的，但确实如此。

如果年报、半年报、季度报加信息披露感觉对这家公司不够了解，最明智的做法就是放弃对这家公司的投资，这就是巴菲特所说的“看不懂的企业”。当然，很多人都会阅读券商或咨询机构的研究报告，但本人是很少看研究报告，其实里面真正有用的信息很少，基本上就是从年报中摘出重点部分，然后在后面附上财务报表。有条件的投资者可能会选择到上市公司实地调研，机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是肯定会去的，不过这玩的成分比干实事的多，实地调研不是投资必要的，不过走一趟多少会有收获，对于参加股东大会倒是可以积极一些。

实地调研有负面的影响，比如接触后的印象感觉，会对投资决策起到决定性作用，但这个印象有时很具个人色彩，形成的过程并不可靠。如果上市公司接待得很好，那印象也就很好，在做出投资决策时，就更可能给出高估值，对投资安全构成威胁。反过来如果上市公司接待并不友好时，可能会留下很不快的印象，在投资时可能会以这种主观的印象，拒绝投资在这家公司身上，公司的基本面完全被这种印象盖住，而缺少理性的分析判断，也许错过很好的投资机会。

有人认为年报是次年三月份后出来的，具有滞后性，不能反映公司现在的经营情况。这样的说法从时间上看是对的，但我们更倾向于认为年报的滞后性是其性质决定的，不影响其作用。比如，以近五年的经营来分析一家公司，有一个假设前提是“强者恒强”定律，所有的好公司全部变差的可能性从概率上几乎等于零，差公司也是如此，就像一个小偷可以改过自新，十个同时改过的可能性就很小，如果是随机挑选一百个小偷，他们同时从新做人的可能性几乎等于零。整体上好公司和差公司是比较“稳定”的，所以我们选择投资好公司，才能在多个好公司组成的投资组合里，保障整体上这些公司的质量，所以从一家好公司过去的业绩可以相对看到其未来趋势，整体好公司的业绩则会稳定的保持质量。

若说年报的滞后性有影响，也只影响短线投资者，但这类的投资者几乎不看年报，也就无所谓了；而对长期价值投资者，三五个月的短期滞后，不会影响其对一家公司的分析判断，一家经营十年的好公司不会在三五个月之内就变坏，这样的认识肯定有合理性。一个认识十年的好朋友，大家都认为他是好人，不会在几个月内马上变成坏人，人都不会变得这么快，更何况一家成熟的上市公司，有没有个别变得这么快的可能，也许有，但从整体上看，这种可能性几乎就等于零了，想一想十家成熟而且业绩稳定的上市公司，在经济大环境没变化的情况下，一年内集体亏损可能吗？

确定了上市公司年报的重要性后，接下来应该问年报中有什么内容？一般来说，年报披露应包含的内容基本相同，其格式也有统一的规定；根据我国现行的年报披露要求，上市公司年报由公司简介、业务数据摘要、股东情况介绍、股东大会简介、董事会报告、监事会报告、重要事项、财务会计报告等基本部分组成。读年报跟读书一样，不是每一处都值得细细品读的，而要看重点，那些不是很重要而且冗长的内容，粗略地看一看就可以了，把精力重点放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那些有用的信息上，这些信息主要集中在业务数据、董事会报告、财务报告三部分，最重要的还是董事会报告，财务报告有更标准的制作规格，有很多财经网站都提供这种数据服务，那样分析起来也更方便、更一目了然。

业务数据摘要提供了上市公司报告期内的诸如主营业务收入、净利润、每股净资产、每股经营活动产生的现金流量净额等基本的经营数据；董事会报告向投资者陈述了报告期内公司经营情况、财务状况、投资情况等信息；财务报告则包括审计报告及资产负债表、损益表，现金流量表三大会计报表等内容。这些信息将一家上市公司立体的呈现在投资者面前，接下来就凭分析能力对它进行诊断了，要注意年报中公司的业务情况，看在市场上到底处在一个什么位置，与对手的竞争情况，对未来的一些经营策略，就像站在这家公司管理者的角度来思考。

比如分析腾讯公司时，我会站在管理者的角度看未来 TM 的发展方向、网络游戏的市场开拓和公司在 3G 时代的处境、未来的潜在竞争对手、社交网站和微博对 QQ 的威胁；现在做到行业 No. 1，但要居安思危，假如到了 3G 普及的时候，手机号码做 TM 聊天工具是腾讯的一大威胁，所以腾讯做强做大 QQ 形象和内容黏性很重要。为什么大家选择 QQ 而不是 MSN，除了简单直观的易用性，很大原因是在 ID 上的形象很活泼，一个女孩子的头像、签名、QQ 空间等个性化信息让其形象非常独特且具有想象力，让男孩子看起来浮想联翩，而其他的聊天工具呢，冷冰冰的男的女的就一点颜色的差别。腾讯的机会在什么地方呢？搜索上一直想挑战百度，但苦于格局已定，很难撼动百度搜索一哥的地位，但在 3G 时代就不同了，手机搜索将是趋势，将来有一天它超过电脑搜索量是很有可能的事，在 3G 时代能把 QQ 用户黏性拓展到搜索业务上，这是搜索上一个后来居上的机会，在手机搜索体验上先发制人，形成电脑搜索上百度，手机搜索上腾讯的使用习惯，当然反过来在分析百度时要想如何防患腾讯在 3G 时代这种“嵌入式搜索”的威胁。

在 2008 年 5 月伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会上，还是有人抛出这样的问题：“你 2002 年买中石油时只读了它的年报，大多数职业投资者都会做更多的研究，你为什么不做呢？你看年报时主要看什么？你怎么能看一份报告就做投资决定？”巴菲特的回答我们应该铭记，他是这么说的：“我是在 2002 年春天读的年报。我从没问过任何人的意见。我当时认为这家公司值 1 000 亿美元，但它那时的市值只有 350 亿美元。我们不喜欢做事要精确到小数点三位以后。如果有人体重大约在 300 磅到 350 磅之间，我不需要精确的体重就知道他是个胖子。”巴菲特的伙伴芒格的补充也很有意思：“我们用于研究的费用比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国所有机构都低，我知道有个地方每年付两亿美元会计费，我知道我们的投资更安全，因为我们的思考方式像工程师——我们要的是可靠的利润。”很显然，巴菲特认为投资中石油确实靠看年报就够了，因为看过年报后他已经能给出估值，而其市值又远远低于内在价值。那么为什么有人认为光看年报还不够呢？芒格给出了答案——思考方式不同。

这其实已经很能说明巴菲特对年报的看法了，他还有一句更直观的话也跟年报有关，当与人聊到年报时他风趣地说：“其他人看的是《花花公子》，我看的是年报。”其实根据一些资料和巴菲特自己的说法，他每天上班绝大多数时间在打电话和看公司年报，除此之外我们所知道的就是看书和电视，但从没听说过他读券商或研究机构的研究报告，以我看他不会读别人写的研究报告，而且认为这些报告有负面作用，只能误导投资者；他要的是远离市场和独立思考，而读年报是最好的有引发独立思考的触发器。当然不能偏激的理解为拒绝看研究报告，只是并不推崇，对大多数没有独立分析能力的人来说，研究报告是其很好的辅助，只是不能迷信研究报告的结论，要知道那只是某个人研究后的看法，投资还是要求自己有独立分析判断能力。

目前我国上市公司报表编制时普遍存在不规范现象，三大会计报表就上市公司资产负债结构、盈利能力、现金流动情况向投资者提供了公司经营的信息，但应该加强自己的财务分析能力，很多时候财务造假只是用一些很低级的手法，如果认真分析其报表，是可以看得出来的，这样能尽早地把这种风险杜绝于门外，避免因此带来投资损失。

通过上市公司的年报能认清公司的质地，面对公司的好坏不再人云亦云，而是自己真实研究分析的结果，对公司的成长性和赚钱能力有了清晰的认识，盈利能力下降不再雾里看花，中国平安和深发展都有过类似的情况，对公司赚的钱能分析是从哪里赚来的，就可以避免投资那些不务正业的公司了。总之通过年报，是能够把公司的情况弄明白的，如果年报认真看了之后还弄不明白这家公司，建议放弃对该公司的研究，更不要对其进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24

参加公司股东大会的重要性

说到股东大会全世界最有名的，莫过于巴菲特的伯克希尔·哈萨韦，每年在奥马哈召开的年度股东大会了，几万人的盛会就像财富嘉年华一样，这些人来自世界各地，基本上都是有钱人，当然也存在只持有一股的投资者，目的只为了参加股东大会和得到哈萨韦公司的年报，一股 10 万美元对美国人也不是一个小数目，就是现时每股跌破 10 万美元大关，但依然是天下第一高价股。这个股东大会和其他股东大会投资者去的目的不是太一样，其他股东大会投资者去主要是为了解公司的经营情况，而哈萨韦公司的股东大会，投资者参加的主要目的是为了听巴菲特对许多问题的看法，当然能得到发问的机会更好。

平常参加上市公司股东大会的好处，最重要就是可以对公司气氛和管理层有最直接的认识，这也是最好的了解他们的窗口，因为别说普通投资者，就是机构投资者有时也难与管理层有面对面沟通的机会，而全数的管理层都在的时候更是少之又少，股东大会是很好的了解渠道，他们是这家公司的直接经营者，这些人的能力和诚信将直接关系到投资者的切身利益，务实与否的作风通常在股东大会上都会表现出来。

在这样可以与公司管理者直接对话的时候，可以知道一些公开信息以外的消息，当然这些不是什么内幕消息，但确实有些事没法正儿八经地写入文件，也许在与公司管理者的交谈中，就可以知道些非正式却有用的信息，比如管理层对未来发展的信心，特别是对竞争对手的评价和看法，有时比年报中那些数据实际得多，当然在股东大会这种正式场合，他们不可能像私下说话那么随意，但比起正式的报告中的官方用语，应该能更接近他们的实际看法。

同时在对这家公司的研究中，产生的问题也都能有机会得到回答，对于普通投资者甚至是小机构投资者来讲，这是最好的发问机会了，而且这个时候得到的回答不是随意的，是在面对投资者时的正式回答，应该远比在其他途径得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的答案更具权威性。虽说现在的通讯技术非常发达，有什么问题一个电话，就可直接找到上市公司的相关人员，但很多公司都不太理会投资者的提问，就算是回答也是很“常规性”的问题，问一些思考性的问题在这种情况下并不合适。

参加股东大会的另一个好处，投资者可以更站在股东的角度看待问题，如果不是价值投资者，参加股东大会主要是对分红感兴趣；但价值投资者可能对股东大会整个过程都很感兴趣，通过参加股东大会，可以很真实地感觉到这家公司的存在，而不是冷冰冰的财务报表和 K 线图，一个实实在在的企业呈现在眼前，对人的思想毫无疑问是会产生影响的，这种影响对价值投资者是正面的，能有效坚定持股的信心。

在贵州茅台（600519）和中国平安（601318）这种价值投资标杆企业的股东大会上，会有许多价值投资者参加，所以能认识到更多与自己“同类”的朋友，其实现在网络上结交志同道合的朋友是最理想的方式了，我发现近几年网络以地域划分的群体在减少，转而多以志趣划分，而投资者最容易从网上认识到志同道合的朋友。不过这些人中去参加股东大会的也不多。参加股东大会的投资者，要有强大的经济实力支撑，其中“专业”的人士比较多吧，真正的价值投资者并不多，多一个能交流的朋友总是好事。

不过应该需要说明的是，参加股东大会绝对不是价值投资必要的前提；或者说有条件参加更好，没有条件或不想参加也可以，如果说这对投资收益业绩的影响，几乎可以说没有影响。所以说一些投机者说普通投资者没有参加股东大会和考察上市公司的条件，所以不能做价值投资者，只是控制不了自己的手去买卖股票的托辞罢了。

参加股东大会是普通投资者与管理层直接面对面的好机会，如果投资者有条件，尽量参加将会对投资有莫大的好处。这不只是基金和券商研究员的事，当然他们有先天优势，普通投资者不需要参加每家的股东大会，尽可能参加重仓和长期看好的公司就可以。这说法不包括资金量很小的业余投资者，因为我在写的时候，心里假设的读者是专业投资者，但必须强调，本书是写给所有想成为价值投资者的朋友看的，无论是否为专业投资者，都可以看得懂并且行之有效。我的价值投资方法，在我身上行得通，相信在别人身上也能行得通，需要的是时间和耐心，长期肯定会得到满意的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25

钟爱有护城河的公司

自从格雷厄姆提出价值投资以来，“安全边际”的概念就和价值投资相伴而生，我们所理解的安全边际与格氏不是一个概念，格氏上所指的是股价的低廉，而我们认为安全边际应该包含企业竞争力，即“护城河”。故而护城河是安全边际重要的组成部分，提出护城河这一形象说法的是巴菲特，他说自己这辈子只在做一件事，就是找寻有宽宽护城河的企业。

那么到底什么是护城河？从正常意义上说，人们在冷兵器时代都以城池为界，方便管理也可抵御野兽的侵袭，更重要的是在防御作战中起到坚固的堡垒作用；护城河就是加在城墙外边上的一条人工凿渠，这样在发生战争的时候，大大加强了城池的防御能力，是最具标志性的防御工事，护城河越深越宽城池的防御能力就越强。

这样的防御工事从本质上属于防守性质，完全属非进攻性武器，比现在的防空飞弹还要属于防御性武器。价值投资所说的“护城河”是指企业在面对市场竞争时相对于竞争对手的优势，优势大到一定程度就会形成护城河，例如技术上的优势、价格上的优势、品牌上的优势，这些能大大保护企业在市场竞争中的地位，除了这些以外，拥有文化版权、矿产资源、专利认证、垄断性质的企业也属于拥有护城河。当然这要在一个前提下，这些其他竞争对手无法与之匹敌的优势，为企业的经营做出巨大的贡献，如果一家企业拥有很稀缺的矿产资源，而这个矿产资源只贡献了净利润的一成，那只能说是一项优质资产，而就整个企业而言并没有护城河。

从企业的角度，护城河不完全属于防守性质，可用以取得更多的市场份额从而增加利润，从这个角度护城河是进攻性武器，企业的护城河更像是战士身上坚固的盔甲，可以让战士的性命活得更长久，增加了敌人的攻击难度，本身就增加了己方的胜算。当然，如果没有超群的武艺和强健的体魄，再坚固的盔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甲也无济于事，即是说护城河要穿在优秀的企业身上，才能为股东创造超额收益。

我们反复提及要认真研究公司，事实上研究公司所做的就是找出有强大护城河的优秀企业，这样的企业能在残酷的市场竞争中立于不败之地，这才是我们投资其股票最终不致亏损的根本保障，当然，从安全边际上看最大的安全保障是股价低廉，要在便宜的价格买入有护城河的优秀企业，这就是安全边际。

“股票池”可成为安全边际的助手，跟踪研究 50～100 只有护城河的股票较合适，投资者可能都会读陌生企业的年报，试图发现有投资价值的公司，但股票池的股票不宜太多，太多就照看不过来，而且因为多条件就放得太宽，这样就会存在很多并不优秀的企业；一个人的精力是有限的，不可能跟踪很多的公司，那样只会使见地变得肤浅。从投资需要上 50 只股票是足够的。无论是股票池或者是投资组合，在看好的行业中有合理的配置比例为佳，可把非系统性风险降至最低；大盘股和小盘股也有一定的比例为好，这样可在牛市中更好的享受溢价收益，在熊市中抵御非系统性风险，但熊市抵御风险的最好方法是降低仓位。

有了股票池之后，需要为自己画地为牢，限定不要随便买股票池外的股票，自律永远是投资成功的前提，没有自律就会被贪婪的人性牵着鼻子走；一旦有了股票池，在股价小于内在价值时，有勇气在下跌中买入股票。在市场行情好的时候，很多股票在快速上涨，普通投资者很难抵御住这种诱惑，但由于这些股票不在我们的股票池中，所以就拒绝买入；股票池可以有效避免每天市场先生给你的诱惑，抵抗住这种诱惑，距离做一名成功的投资者就不远了。

拥有护城河的企业很多时候让人联想到垄断，垄断确实是护城河很重要的模式，但护城河并不只限于垄断，比如招商银行（600036）“因您而变”的服务理念、华侨城 A（000069）的“旅游＋地产”模式，都是护城河。格力电器（000651）所在的空调行业，是竞争白热化的行业，竞争太过充分以致前几年到了产能过剩的程度，在该行业做到第一归功于“体格”强健；格力是一家高效率、注重品牌建设的企业，但还不足以做到“品牌垄断”，对消费者来说有了三年保修之后，决定购买与否的第一考虑要素是价格，从这个认识上来说，格力并不具备真正意义上的护城河，不过近几年在建立自己的直营店，从实践中也被证明是成功的，少了渠道的制约可提高利润，直接面对消费者使市场嗅觉灵敏，这是竞争对手所无法办到的，直营店模式能成功是真正的护城河。

护城河许多来自行业属性，在中国银行业的实际情况，普通的民间资本是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法进入的，行业门槛相当之高，就民间资本入股了城市商业银行，也根本不可能成为招商银行（600036）的竞争对手。这是一个不开放竞争的行业，各银行都有广阔的业务开拓空间，做到最好的银行已经是竞争胜出者，市场已经证明这家银行最优秀，而往后又没有新进的竞争对手，所以这家优秀的银行可以一直保持领先优势，这也可以被看成宽宽的护城河。

往往有又宽又深护城河的企业都是“大块头”，市场当中的蓝筹股，这些公司经营情况一般比较稳定，而且因为股本很大，不容易被市场炒作，所以股价也相比起小盘股稳定，市盈率反倒也比较低；常常在牛市中小盘股和ST股涨了几倍甚至十几倍，而蓝筹股上涨不到一倍；相反，在下跌的时候，往往小盘股和ST股跌了很多，下跌90%不是个别现象，而这类蓝筹股跌的相对就要少些。必须抵御好企业股票上涨幅度不如炒作题材股的诱惑，从短期看这很笨，甚至有人会骂你疯子，如果以周或月为单位切下时间片来看，价值投资成绩往往远比不上在牛市中的投机者，新兴产业、政策扶持、区域振兴、资产注入、公司重组等，各种各样的题材概念太多了，但若把时间放长到五年、十年，投机者绝大部分是赚不到钱的，一轮牛熊更替，只是坐了回财富过山车，而掌握了正确投资方法的价值投资者，时间会给他满意的回报。

好企业不一定都有护城河，但符合长期投资的企业一定都有宽宽的护城河，这是我们敢于在市场极度恐慌，股价急速下跌时买入的理由，买入时股价一定要在估值以内，买到股票之后该做的事就是什么也不管，市场爱怎么跌都可以，如果还有钱越跌就越买。投机者眼中的傻子这时候又出现了，但我们自己心里清楚现在是在用4角钱买1块钱的东西，哪怕它会跌到2角钱甚至更低，在那个价位一两年都不上涨也没关系，等到它上涨的时候会更加猛烈，我们要的是在五年后回头来看今天4角钱买的东西值多少钱，而不是下一周或者下个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

26

好公司贵在业精于专

20 世纪 80 年代以前，投资者都喜欢业务多元化的公司，认为这可增加公司的综合竞争力，多元化的业务使得公司在盈利上东边不亮西边亮，赚钱更有保障；并且可有效降低行业周期对盈利的影响，这种认识在很长一段时间内是主流看法。后来人们渐渐发现，多元化的公司不仅没有理想的盈利能力，各业务间无互补性大大增加了营运成本，多元化的结果是在任何业务上都没有核心竞争优势，而多元化也被发现很难避免经济周期的冲击，因为多数行业周期往往与经济周期是同步的，或者反向同步。

直到 20 世纪 90 年代才开始关注业务单一的公司，投资偏好从推崇多元化的公司到业务单一的公司。公司业务单一比多元化更有价值，单一业务上赚钱往往更具有持续性，缺点就是在周期性行业有更大的盈利波动，但几乎所有公司都受经济周期的影响，只是深浅的问题。业精于专的公司不只在业务上单一，而且在产品或服务上专一，不是在一个大的行业里什么都做，而是专注于自己有优势的业务上，并尽其所能做到最好。例如，酒类行业里的贵州茅台（600519），做酒类里的白酒还不够，只做酱香型白酒，可惜茅台现在已经做葡萄酒、啤酒了；听一位做行业研究员的朋友说，他去茅台调研过，公司所有人都知道茅台应专注做白酒，那为什么茅台要做葡萄酒、啤酒？据他所说是由于国企管理体制的问题，给了想损公肥私的人很多机会，做白酒你就得规规矩矩的做，而做葡萄酒、啤酒呢，虽然公司不赚钱，但是会流出许多的“油水”来，当然这些“油水”不是给股东准备的。

业精于专指的是在细分行业里，在大行业背景下都不算是专一的公司，最多就算是业务单一，从商业的发展方向上看，细分行业似乎是未来商业发展的趋势，业精于专的公司将在残酷的市场竞争中占得先机。多元化的公司在市场中将会被对手群起而攻之，这种类型的公司做得好的就如凤毛麟角；而且从投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的角度讲，由于公司的独立资产太多，反而变得很难评估其内在价值。另一种情况，各业务间有必然的相关性，那也可以认为是一家好公司，如水泥行业的塔牌集团（002233），其主业肯定是水泥生产，可有小部分的收入是卖电力得来的，这是在生产水泥的过程中，有效利用热能得来的副产品，从业务上看有必然的相关性，可算业务单一的公司。

如华侨城A（000069）的“旅游+地产”，两种业务间几乎融为一体，高度整合在整块区域上，以旅游带动地产的销售和增值，反过来地产建设带来更好的旅游环境，还有一个好处，能避免承担在新地块楼盘上的风险；整块区域的综合开发，使得原本旅游跟地产两个互不相干的行业，整合成一个业务发展模式；业精于专包括跨行业的业务高度整合，因此华侨城也可以算是业务专一的公司。

单一的业务让品牌更容易和业务联系起来，用户喜欢专业的公司，这方面的典型是Google公司，Google只专注于网络搜索，甚至连一个新闻网页都不做，整个公司的所有资源都投入在这个搜索框上。在全世界Google就代表搜索，搜索就等于Google，一家企业做到这份上，就是非常成功了。而这样的理念是具有可复制性的，国内的百度亦步亦趋地跟紧Google的脚步，所以在国内的搜索市场取得绝对统治地位，占市场总份额的70%，在中国市场上，百度用从Google那里学来的东西把Google逼到了墙角。单一业务的公司能把精力和资源全心投入到所在的业务上，增加竞争力和专业水平，不只在高科技行业是这样，在传统领域也是如此，在股市中数得上号的好公司几乎都是业务单一的公司，这方面的例子不胜枚举。反过头看那种三心二意的“好公司”，会发现它原来的核心业务是赚钱的，而新投资的业务要么亏损、要么微利，这好像是一种“定律”，兰花科创（600123）就是这方面的例子。

人只有专心才能把事情做好，女人喜欢专一的男人，喜欢花心的男人相信是个别现象，在这个道理上企业和人是一样的；人的努力只有朝一个方向上不断前进，才可能有突出成就的一天，三天朝东走，一天朝西走，四天里面有两天是白费的；人做事没有方向不是简单的3-1=2的算术问题，而是在无效率的原地打转，结果可想而知。做事不能三心二意连小学生都懂的道理，很多企业就是不懂，有些企业经营上不只是三心二意，可以说是不务正业，尽是整天想着在股票市场上“投资”，投资者买这些企业的股票，是希望它在主营业务上为投资者带来回报，而不是企业有多强的投资能力，如果是这样投资者去买基金就好了，为什么还要投资股市，这方面马应龙（600993）是典型的例子，在股市上快进快出，非常频繁的买卖股票，有兴趣可以去翻一下马应龙2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的年报。

我们在研究上市公司的业务是否单一时，要十分小心单一业务下的“机构投资者”，还是拿马应龙（600993）举例，这家公司是做药的，具体说是做痔疮药，从这个外衣上看马应龙在业务上十分专一，但事实并非如此。它的母公司是中国宝安集团，马应龙的董事长是宝安集团委派的，不拿马应龙公司的工资，马应龙买了很多莫明其妙的“资产”，相信跟这样的公司治理结构有关系。不过现在不对马应龙展开分析，只稍稍看一下它的业务结构，从2009年3季报上看到它的业务构成上“药品零售批发”占了59.17%，这部分业务的毛利率只有13.12%，而我们通常印象中利润丰厚的“药品生产”在马应龙的业务上只占了主营业务收入的39.96%，具体上痔疮药占到主营业务收入的31.26%，其他的还做诸如药妆一类的业务，但量很小，也没赚到什么钱。这样看来，马应龙并非医药生产企业，更多从事药品商业；它的业务的确单一在医药行业，但不是专一在痔疮药上。除此之外，像上面说的它喜欢做“机构投资者”，在股市里出出入入俨然像是一家私募基金。

综上所述，业务专一的公司会带来更大的护城河，而不是多元化发展的综合业务企业，要找的是这些业务专一并盈利能力突出的公司，这种公司赚钱的地方来自于某一种产品或服务，几乎可以说这家公司就是代表该种产品或服务资产，上市交易的，其股票代表的是这项产品或服务的股东权益，这方面典型的代表是盐湖钾肥（000792）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27

业务模式简单但不可挑战

从投资上说单一业务的公司是我们所喜爱的，而简单的业务模式从历史经验上看，更能够保证公司的盈利能力，拥有技术壁垒的高科技公司，从元器件到终端服务，业务运作模式让人看不懂，而且每家公司都不一样，有时候冷不丁就有一家公司冒出头来，成为新兴的行业龙头，往往有非常赚钱的产品，Google 就是典型的例子。但科技的发展速度大大超出我们大多数人的预见能力，一家今天很赚钱的公司也许明天它的产品就是“上一代”了，YAHOO 公司算是搜索领域的第一代领军企业，彼时，杨致远风光无限，现在已经焦头烂额。好的投资标的企业似乎业务的单一和简单是分不开的，业务单一而经营模式太复杂，或者经营模式简单而从事多种不相干的业务都不可取，不符合价值投资对企业的选择标准。

业务模式复杂的公司很多都赚不到什么钱，就是一时行情好赚得盆满钵满，也很难具有可持续性，因为业务复杂的公司对员工的要求太高，很难在整个行业竞争中永远都处于领先的位置。深层次的原因是有资源、有优势的公司，不屑于进入这样难以操作的行业，一般这类行业都是开放竞争的，国有企业的体制无法适应这种行业的发展要求，民间资本也被限制进入国有垄断行业，所以蜂拥而上投资这类行业，而这类行业由于以上的原因又很难赚到钱。不管这些现象的原因，我们只管哪一类是能够持续赚钱的企业，仔细观察后会得出这样的结论：简单的业务模式能赚到钱的企业，往往具有持久盈利能力。

业务不可挑战是指在市场竞争能力上，几乎没有可以与之抗衡的对手，只要这家企业不自行解散，没有竞争对手能够打垮它，当然不会有企业自行解散的，但堡垒总是从内部被攻破，分析一家企业除了有强大的业务能力外，内部是否合理也是非常重要的方面。我们所说的业务不可挑战的公司，就是能够在本行当里头称霸王的公司，也许这样的公司不止它一家，当几家公司把这个行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业给垄断下来之后，形成一个基本的良性竞争格局，这也是可取的现象，更应该说这才是最理想的状态，业务具有不可挑战性而且利润丰厚，我们的眼光总是盯在这种企业身上。

综合上篇对选择公司的原则，可知道我们的“审美观”，即喜欢业务专一且简单的优秀企业，然后长期跟踪研究。记住，选择投资对象时，应选择现在就有很好盈利能力的企业，就像前面说过的一样，我们的投资原则不接受“画饼”，一个公司说：“我今年会赚到多少钱，明年有什么资产注人。”这些并不是我们所要投资的企业，而要投资现在实实在在赚到钱的企业，“画饼”的企业满足这两个要求，业务又单一又简单，有又宽又深的护城河。

业务模式简单必定是任何人都能经营得好的企业，也就是对人员专业素质要求不高，什么人都能做的岗位，自然不会有很高的人事费用和人才风险；也恰恰是因为这种企业的业务什么人都能做，肯定业务模式不会复杂，而这家企业却做到行业领先，有很好的盈利能力，投资者反而能够相信以后也有相同的业绩表现。企业不需要靠很优秀的人才能做好，谁经营都可以做好，没有人才上的压力也使我们更容易看清楚其未来。

至此大家应该明白到，企业简单的业务模式才是宽宽的护城河，而不是复杂的让人看不懂的业务模式，那样的企业只能做好一时，很难持续长久的具备良好的盈利能力。这方面它有很深层的原因，但现在不展开讨论太多，只要知道企业必须是业务简单才有长久盈利的可能，简单的业务模式做到赚大钱它就是宽宽的护城河，而不是外行人看不懂的，外行人看不懂内行人自然看得懂，这样有能力的行业往往“新陈代谢”会很快的，如果连行内人都看不懂的企业，那除了造假也许并没有其他解释了，就算不是造假也要拒绝投资此类公司。

满足我们要求的企业都具有稳定的行业和业务属性，正常情况下行业自始至终都是一个样子，业务上十年如一日提供同样的产品或服务，如果能满足这样的定义，就是一家可投资的公司。之所以排斥投资高科技企业，就是因为这个行业几乎没有办法具备我们所要求的条件，反过来说，在详细研究其基本面后，如果一家高科技企业满足了这样的条件，我们愿意投资这样的高科技企业，就现在来看腾讯就满足这样的要求。这很清楚地说明我们对高科技行业没有成见，而是回避不满足要求行业和业务属性的高科技企业，只是满足这样要求的企业往往在传统行业，这倒也不是说我们对传统行业情有独钟，只是传统行业有更多具备这样属性的企业。

从 A 股上，满足我们要求的公司虽非遍地，但也不乏这类可长期投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀企业，像张裕 A（000869）、泸州老窖（000568）、丽江旅游（002033）都具备我们所说的这一种特性，特别是泸州老窖，是浓香型白酒的鼻祖，在浓香白酒市场没有另一家公司有与之媲美的产品，而泸州老窖的历史文化底蕴又决定了，这家企业的不可替代性，应该说在浓香型白酒市场具有文化垄断的地位。

综上所述，我们所要投资的企业最典型特征就是，可以看到它十年后的样子，不会有太多的不确定性，今天做这样的产品或服务，明天也做同样的产品或服务，而且永远不会过时，总有这样的需求，而这个需求本企业能最好的满足，或干脆就是只有它才能满足，内在价值之下持有这种公司的股票和持有国债同样安全。如果说有不同，就是这类股票的收益率远远高于国债，长期而言差距是几十倍、几百倍，因为复利的威力就像原子弹，这也是为什么我们支持财务杠杆投资的理由，我的安全收益远远高于财务成本，基本上就像无风险套利，为什么不做呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

28

四种垄断形式的讨论

关注巴菲特的投资者不会不知道，巴菲特对所投资的企业要求有“护城河”，其实他没把话全说明白，这是针对长期战略投资而言的。护城河最主要的形式就是垄断，巴菲特不止一次的说过，他喜欢投资有垄断优势的企业；那么具体上，什么是垄断？垄断分为四种，分别为：行政垄断、品牌垄断、资源垄断、技术垄断。

行政垄断就是政府干预下的垄断，包括特许经营权。这类的垄断在社会主义国家最常见，而绝非只是社会主义国家才有的垄断模式，在资本主义标杆国家——美利坚合众国，也有各式各样政府干预下的企业垄断现象，区别在于企业赚取的是暴利还是微利。行政垄断的行业通常关系国计民生，比如公共事业、军工行业、国家能源战略储备类、信息通讯类和政策性企业等，在美国“两房”——房利美和房地美就属于典型的政策性企业。

品牌垄断就是企业通过长期提供优秀的产品或服务，取得消费者的认可与信赖，在消费者需要这种产品或服务时，会第一时间想到该品牌，并通常会优先选择。这类型的垄断非常之多，基本上伟大的企业都属于这一类，你能想得到名字的伟大企业，十之八九都会具有品牌垄断，Mercedes-Benz、BMW、GE、Google、Microsoft、百度、腾讯、华为、海尔等等。

资源垄断类的企业让人联想到“土地主”，这类型企业极少有伟大的企业，但它的赚钱能力却不容小觑，而且一般周期性行业居多，做到顶的如：必和必拓、力拓、淡水河谷。需要说明的是，资源垄断不止是一般认为的矿产资源，也可以是信息资源、通信资源及其他任何可被定义为“资源”的资源，CCTV 就是一家具有媒介传播资源垄断的企业，我无法看到 CCTV 的年报，但如果 CCTV 上市的话，我会关注它的股票。

技术垄断这类相信不需要解释，你每天在用的电脑，就有着很多的技术垄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断，最明显的就是微软的 WINDOWS、英特尔或 AMD 的 CPU，是这些产品上处于绝对技术垄断地位。回头看看品牌垄断的企业，我在罗列的时候没有事先选定的，想到哪家写哪家，写完结果我才发现，几乎都是高技术含义的公司，所以在技术上做到垄断的企业，不仅不会被人鄙视，反而受到尊敬；因为是靠自己的努力、智慧做起来的，再就是确确实实提升人们的生活品质。

由此可得出结论：技术垄断一般都是伟大的企业，而伟大的企业往往又属品牌垄断。当然，也存在着许多的"隐形冠军"，如电脑中除了操作系统和 CPU 外，显卡是否知道是谁家做的？我指的不是整张显卡，整张的组装工艺并不复杂，有技术含量的还是显卡上的 CPU 芯片，一般现在用的大多都是 NVIDIA（英伟达）做的，高端的产品几乎清一色用它的产品，为此与英特尔在争吵未来电脑的 CPU 是主板还是显卡的 CPU 主导，可非 IT 行业的人知道这家公司的并不多。

除了以上四种垄断形式外，其实还有另外一种垄断，那就是文化垄断，我个人认为这才是"垄断之王"，它的护城河宽得连美军的 M1A2 主战坦克都攻不进去。最典型的就是美国迪斯尼公司，说迪斯尼这个品牌具有垄断性质吧，没错，但游客去迪斯尼乐园玩与其说是冲着迪斯尼的品牌去，不如说是冲着 MICKEY（米奇）和 Donald Duck（唐老鸭）去的。小飞侠、罗宾汉、小熊维尼、白雪公主等等，这些构成了迪斯尼无法逾越的文化壁垒，你想跟这些梦幻的卡通人物一起走进童话世界冒险吗？那就来迪斯尼乐园吧，因为这些小朋友的最爱除了这里其他地方都没有，反过来，这些卡通人物的音像制品又在全世界大卖。除了迪斯尼外，我们熟知的肯德基、麦当劳也具有文化上的垄断属性；中国的贵州茅台（600519）、泸州老窖（000568）这种有文化积淀的企业也是文化垄断，像这两家企业都同时具备品牌、资源、文化垄断属性。

垄断为什么被价值投资者看重，到底垄断对投资意味着什么？在我国的初中政治课本中，教懵懂的大小孩垄断意味着暴利，但事实并非如此，至少它不是绝对必然的，比如说政策性垄断行业，正常情况下理应是微利，收钱是为了维持企业的日常运转，好持续为公众提供服务，其基本市场原则是尽量保持盈亏平衡，但若大的企业不可能达到绝对收支平衡，所以一般微利是一种常态，在成熟的市场经济国家是这样的，只是在国内的"中国特色"下，的确如课本中所言了。

可课本上的说法也无大偏颇，垄断是暴利最好的来源，如果对这句话不太理解的人，就看看中石油、中移动。对于价值投资者来讲，当然喜欢投资拥有暴利的企业，但与稳定持续的盈利相比，追求短暂暴利不是价值投资者的喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，更看重垄断型企业所拥有的护城河，可以保证其经营的稳定性和持续性，因为当你投资一家企业的时候，是准备五年不再去动这笔投资的，那么这家企业的经营必须是让人放心的，而垄断恰是最好的保护伞。

哪一种垄断最具价值？

品牌垄断，做到极致就是文化垄断，这是我们最喜欢投资的企业。

哪一种垄断最不稳定？

技术垄断，前面不止一次的讨论，高科技行业不适合价值投资，除非把技术垄断做到极致的，如微软和英特尔一类的，那也可成为投资对象。从表面上看，腾讯控股（00700）是一家高科技、技术含量高、IT 行业、网络行业的公司，从投资的角度，我们更愿意把它归类到通讯行业里，而它本质上讲属于资源垄断，也就是 QQ 用户资源。

哪一种垄断最具潜力？

资源垄断，资源的稀缺性从大趋势上看是不会改变的，而且具有抵御通货膨胀的作用，经济越调整发展，越有体现资源的价值，这点与住房一致，不同是具有不可再生性，缺点是这行业一般周期性较强，从长期价格上看，是螺旋上升的形态。

哪一种垄断最受鄙视？

相信不说也知道，行政垄断；但也得分暴利还是微利，暴利是不正常状态，而微利属于服务大众的需要，则另当别论，在不同行业上区别也较大。

对投资者而言，四种垄断都受欢迎，无论是最具价值的品牌垄断也好，最受人鄙视的行政垄断也罢，我们都着眼于它的护城河有多宽，这才是价值投资者所关心的；企业拥有越多的垄断属性越好，这样会加宽加深它护城河，更好的提升企业的内在价值。

可以预见，中国由于历史原因形成的行政垄断企业，虽说短期内解决面临实际的困难，但长期而言，这些问题肯定会被解决，立竿见影的做法就是向垄断企业多征税，这点纳税人与政府越来越有共识；行政垄断并非绝对安全，社会将慢慢走向公平、公正，投资者应该认识到，并支持国家的进步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

29

正直诚信是管理者第一品质

人都喜欢真实、憎恶虚假，从小父母总是不厌其烦地教孩子要做一个诚实的人。当然，有一定人生阅历后，我觉得首先得是真实的人，以真实的自己面对生活。待人以诚同时也希望别人一样，相信谁也不喜欢跟不诚信的人打交道，越亲近的人对他的要求就越高。在投资上对企业的诚信要求肯定不能低，没有诚信的人你不想和他来往，更何况把钱押在他们身上，股东跟管理者同坐一条船，总不希望船上的人在算计自己。

基本面不会一天就反映在股价上，但“遛狗理论”说明股价从中长期看必定反映基本面，再差的管理层短期内也不会影响到股价，但时间一长，他们将使投资者蒙受损失。A 股这样的问题往往是“人民内部的问题”，没有诚信的管理者顶多也就受一下行政处分了事，而真正走上司法程序的案例寥寥，长此以往投资者必将对中国股市失去信心，对中国资本市场发展极为不利。乐见在不久的将来这种问题能得到合理解决，还投资者以公道，比如这次证监会查处的深圳基金经理“老鼠仓”事件，跟以前的“走过场”相比就有很大的进步，只要监管部门态度严肃，相信拿前途赌明天的基金经理就会大大收敛。

巴菲特对选择公司最看重的是什么？不是主营业务收入成长性、市场占有率或者净资产收益率，而是诚信、正直的管理层。尽管以巴菲特现在所站的位置，他看问题的角度跟一般投资者肯定不同，于他而言，买入一家公司是作为子公司管理，而非单单的战略投资这么简单。但他这样看问题的方式不是今天才形成的，有一次记者问他跟比尔·盖茨说：“GE 的前 CEO 杰克·韦尔奇已经从 GE 退休，如果他重新创业自己开公司，他们两位愿不愿意投资他的公司？”比尔·盖茨说愿意把所有资金都投资进去，而巴菲特说除此之外再把所能借到的钱都投进去。虽然这只是一句幽默风趣的玩笑话，但足以证明他们对杰克·韦尔奇的认可程度，而他们认同的是杰克·韦尔奇的什么呢，很简单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理能力和诚信、正直的人格品质。

像前面说的，我们选择企业的标准是业务专一、简单但不可挑战；盈利的成熟业务模式，只要诚信、稳健经营就可以赚钱，这就是价值投资者一直在孜孜找寻的企业。诚然，现在对选择企业、判断要投资与否应该有清晰的概念了，正是由于投资在任何人都可以打理得好的企业，所以不需要强大的管理层，而更需要诚信、正直的管理层。

没有诚信的管理层就像情场中的浪子、赌场中的赌徒、官场上的政客，无法相信他嘴里说的话，其公司发布的任何公告、声明、报告内容真真假假、虚虚实实、亦真亦假、欲假还真，我没有勇气把钱投资到这种公司身上。中国人喜欢用“反向思维”看问题，尽管有些人太过阴谋论，不过有客观现实基础，生活在这个国度里的人们喜欢阴谋论也能理解，要国人表现大国民风范，需要实现自上而下诚信、正直的社会风气。

前阵子五粮液（000858）出事，这家企业管理层就是典型的无诚信强人，四川酒行业的税收，有将近一半来自五粮液，而这样的利税大户风光的背后，却暴露出内幕交易、财务作假、信息披露问题。除此之外，五粮液的关联交易、内部管理也是一团糟，能够找得到的大企业病在它身上基本都有体现。我们且先看证监会公布的五粮液“三宗罪”：一是未按照规定披露重大证券投资行为及较大投资损失；二是未如实披露重大证券投资损失；三是披露的主营业务收入数据存在差错等。

具体对应的是下面三件事：

其一：五粮液存在没有披露较大投资行为和损失的违法违规行为。调查细节显示，五粮液未经披露的证券投资大多受累于破产清算的证券公司带来的债权损失，只有约20%是纯粹炒股损失。五粮液控股子公司四川宜宾五粮液投资（咨询）有限公司曾委托四川省五粮液集团进出口有限公司，向关联方四川宜宾五粮液集团有限公司借款8 000万元，与销售代理商合作，以民营企业成都智溢塑胶制品有限公司的名义，先后在成都证券抚琴路营业部和亚洲证券南一环营业部开立证券账户进行投资，并由五粮液投资公司负责具体操作。一份成都市中级人民法院的判决书显示，五粮液的子公司五粮液投资公司与一家名为“智溢公司”的公司合作炒股，存入亚洲证券的7 500万元资金中，5 500万元被转做委托理财资金。由于亚洲证券破产，这笔巨资至今没有追回。2005年4月29日，亚洲证券因风险爆发被行政清理，2007年5月31日，上海第二中级人民法院宣告亚洲证券破产，现在仍处于破产清算阶段，由此五粮液控制的账户中形成5 500万元的损失。此前，五粮液投资还于2000年12月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

21 日以关联方宜宾伏特加制酒有限责任公司名义，投入 2 000 万元进行证券投资，形成 520 余万元投资损失。为隐瞒亏损事实，五粮液投资将此投资事项虚构成与四川天富投资公司的借款，并于 2002 年 12 月 25 日从上述合作投资款项中划回 2 000 万元用于冲账。

其二：2000 年 7 月 20 日，五粮液投资投入 1.3 亿元在中科证券宜宾营业部开立证券账户用于投资，2005 年底资金余额 8 761.79 万元。2006 年 2 月 24 日，中科证券因风险爆发被行政清理，2007 年 9 月 7 日北京二中院宣告其破产，五粮液投资随后申报债权，2008 年 8 月 1 日中科证券清算组将第一次破产财产分配资金 458.81 万元划给五粮液投资。但在 2006 年、2007 年、2008 年的中期报告和年度报告中，五粮液均将上述资金作为正常的货币资金予以反映，并未计提相应的减值准备，涉嫌虚增利润。

其三：2007 年度五粮液控股子公司五粮液供销有限公司（下称“五粮液供销公司”）主营业务收入 72.5 亿元，但五粮液在其 2007 年年报中，披露该子公司的主营业务收入为 82.5 亿元、合并报表后的主营业务收入为 73.28 亿元，导致财报中披露的主营业务收入数据与实际数据不符，但五粮液未对上述重大差错予以及时更正公告。直到 9 月 30 日，五粮液仍然发布公告称，2007 年财报中五粮液供销公司主营业务收入数据差错，公司已在 2009 年 8 月 18 日披露的 2009 年半年报进行了更正披露。上述数据的更正披露，不会影响公司 2007 年财务报告披露的其他财务数据。

像这样的公司，暂且不说其内部个人利益瓜葛，就看表面这些问题已够让人气愤，而面对证监会的调查，公司却依然能表现出一幅若无其事的样子。再看看投资者对这件事的态度，也好像无所谓的，若发生在美国，公司不说破产，也会被整得元气大伤，股价肯定飞流直下三千尺，管理层和事件相关者不知有多少得身陷囹圄，但发生了这件事情，五粮液股价除了在 9 月 30 日复牌日下跌 3.19% 外，并无其他异样表现，当天盘中还是上涨的走势，而后又创年内新高到 30 块钱每股。此事充分说明，中国股市除了监管部门不作为外，整体市场气氛也是造成种种“特色”的直接原因，投资者是否对管理层不正直、不诚信太过不在乎呢？

对于这个件事有许多可说的，值得点评的地方，可以引发许多的质问和思考；但罢了，留待诸君自行评判便是。唯有希望自己练就一双“火眼金睛”，可以辨别出这种公司，别人想怎么炒作那是人家的自由，我们只能是敬而远之，像这种不诚信的公司，有再大的赚钱能力也不值得在它身上投资一分钱。

最后献上一则幽默的寓言小故事：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个男人在他妻子洗完澡后准备进浴室洗澡。

这时，门铃响了。

妻子迅速用浴巾裹住自己冲到门口。

当她打开门时，邻居鲍勃站在那儿。

在她开口前，鲍勃说：“你如果把浴巾拿掉，我给你 800 美元。”

想了一会儿，这个女人拿掉浴巾赤裸地站在鲍勃面前。

几秒钟后，鲍勃递给她 800 美元然后离开了。

女人重新裹好浴巾回到屋里。

当她踏进浴室时，“是谁呀?” 丈夫问她。

“是邻居鲍勃。” 她回答。

“哦！他有没有提到还欠我 800 美元?” 丈夫说。

故事寓意：与同舟共济的股东及时分享重要信息，可避免不必要的曝光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

如何买股票

如何买股票？有点像短线投机者问的，在价值投资者看来，只要股价低估买入便是了，没有复杂到要单列一篇吧。的确，从短线投机上，如何买股票是很有技巧的，不过那种“小术”不值得学习，对价值投资而言，学了不得益处反受其害，所以本篇讲的是从价值投资的角度如何买股票。最主要的不是要讲买股票本身，更多要讲的是买入的心态，如何看待股票及何种态度买入。

想知道如何买股票，先要弄清楚什么是钱，什么是股票？在中国钱当然是人民币；投资和投机对股票的看法不同，一个代表公司权益，一个代表博弈筹码。钱与股票可以有许多说法，多数人看两者是完全不同的，在投机者看来，筹码跟钱肯定不同，筹码不能换成钱，那就是一堆废纸。但在真正价值投资者看来，其本质并没有什么两样，都是资产存在的载体，不同的只是存在形式。

如果从价值投资的角度看待股票和钱，就无所谓资产是什么形式了，选择的标准只是，哪一种形式能够让资产更安全增值，这也是操作动机的根本所在。类似的还有外汇，美元、欧元、日元、港币、人民币同样是钱，从使用上说，当然在某一个地区要使用某一种货币，但从外汇投资上说，哪一个币种更加安全、更加具备升值潜力就把“钱”兑换成哪一个币种。

这种对待资产的态度若能形成，你就不可能今天买股票，明天卖股票，因为这样做只是资产存在形式的转换，而缺少所说的操作动机，就像穿上西装、打上领带，然后马上脱掉一样，没有实质意义，正常人肯定不会这么折腾，买卖股票还要损失手续费。一天、一周、一个月的短时间内，不会构成更加安全的保值增值的资产转换理由，所以根本就无须买卖股票。

这些话不知你能否理解，理解了能否接受，接受了肯否去实践？但对价值投资这个认识很重要，买卖股票不是因为想买卖股票，而是因为能让资产更加安全的保值增值。为了买卖而买卖的是股民，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人一天的涨跌，能改变对大趋势的看法，一周对行情的判断可能有三四次180度角的转弯，涨一涨就黄金十年，跌一跌就牛市结束，请注意形象。

所以本篇重点放在如何正确看待股票上，当然，这也是下一篇要讲的内容，对待股票的态度是一个，买入、卖出是两个行为，从这两篇中你会发现，两个行为背后的逻辑是同一个，这样的行为逻辑来自我们对资产的态度，是投资思想的重要组成部分。股票只是财富存在的一种载体，从这点上说跟房子、黄金、债券、钱都是一样的，我从2006年用的网络签名“我们喜欢追求财富，但从不迷恋金钱”，现在还一直都在使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30

静态市盈率是投资总纲

市盈率这个词每一个投资者都听说过，但许多人对它的含义似懂非懂，只是模糊地知道市盈率高代表股票贵，市盈率低代表股票便宜；从常理上说这是基本的市盈率应用，但有时候情况并非如此，特别是周期性行业，在周期高潮时股价很高，但市盈率才几倍，在周期低潮时股价很低，但市盈率几十倍甚至几百倍。宝钢股份（600019）就是一个例子，钢铁这种典型的周期性行业，动态市盈率往往起不了作用，有人据此说市盈率无用，其实说到底还是在为投机找借口，就像说“内在价值无法精确估算所以价值投资无法进行”一样不可理喻，静态市盈率就能很好地作为参考标准，时间一般采用近五年，如此，周期性行业也能给出股价高低的大概参考。

市盈率分动态市盈率和静态市盈率，动态市盈率每股收益以最近四个季度的收益确定，静态市盈率每股收益以多年收益平均值确定，我们说动态市盈率对周期性行业没有意义，但静态市盈率却能相对客观地给出一个股价高低参考标准，区别就在这儿。市盈率以每股价格除以每股收益计算，其实我一直认为市盈率应该是每股收益除以每股价格计算才对，这两种说法一直也都存在，从市盈率的“率”字上理解，以百分比表示好像更合乎逻辑；以每股价格除以每股收益计算的话，应该叫“市盈倍数”更合适，但现在普遍谓之“市盈率”，也只能随众了。其含义是以现在的股价，企业要多少年才能赚到同样的钱；换句话说以现在的价格，要多少年才能收回投资，但这个收回也是相对而言，因为收到的钱还在企业里，市盈率对于企业的赚钱能力是以相对静态计算的。

格雷厄姆对企业的估值方法就是采用静态市盈率，以八年的静态市盈率衡量企业的内在价值，可以用“八八”来概括，即八年八倍的静态市盈率为内在价值标准，最好是五倍甚至更低。这样的估值方法在今天看来不可想象，此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种价值投资方法后来被形象称为“捡烟蒂”，就连格雷厄姆最得意的门生，巴菲特后来都放弃了，巴菲特曾说如果他完全按照格雷厄姆的方法去做，就不会像今天这么富有。我们看待《证券分析》的时候，一定要记住它成书于大萧条时期，是格雷厄姆痛定思痛的反思之作，以20世纪30年代美国股市为蓝本，采取完全保守的态度，从而有了“八八”标准。

虽说静态市盈率不能成为投资的依据，但对投资作用不容小窥，可以说对价值投资，如果少了“市盈率”概念，那等于枪没了准心，方向可能是对的，但是想打得准就很难了。理解上面巴菲特这句话，如果他按照格雷厄姆的投资方法也会很富有，但肯定不如今天这般充满传奇。动态市盈率会受周期性影响，但对大盘整体而言，动态市盈率很能说明问题，在大盘达到40倍动态市盈率的情况，泡沫是显而易见的；对于个股，静态市盈率同样能说明问题，可以成为一个静止的参照物。

但静态市盈率不足以作为估值的根本，不是因为太简单，只是有太多的局限性，最大的不足就是对成长性没有顾及，排除成长性论估值有点天方夜谭，这也是格雷厄姆整本《证券分析》没有提到的概念——成长性；甚至我们认为成长投资都可以独立于价值投资，自成一家了，这样技术分析与趋势投资也要分家，故而，现在所提价值投资和技术投资都是泛义。当然，对于一个指标来说，苛求其反映所有问题是不现实的，如果可以包罗万象，那就不是一个指标，而是一套系统了。

总有人喜欢说数据是过去的，不能代表未来；从表面上乍看起来这样的说法言之凿凿，但事实上却经不起推敲，一个学习成绩一直名列前茅的学生，最近一百次考试成绩都在班级前五名，下一次我不敢保证他还是会在前五名，但从以后一百次的考试中，我认为他在前五名的概率都非常大，保守的估计在九十次以上是不成问题的；若这是投资，就以九十次来估值，而不是以一百次。

有没有可能进前五名的次数连九十次都达不到？完全有这种可能性，但是概率极低，如果发生了那该项投资就会发生亏损，但不要忘记还有其余的十项、二十项的投资。这样的黑天鹅事件绝没可能连续发生，如果发生的概率是1/500，那么连续发生再次的概率就是1/250 000，连续发生三次概率就是1/125 000 000；做事不能考虑这种连续发生，否则连走路都有危机，如果考虑到发生一次，那么只在该项投资上亏损，而在其他项投资上都赚钱了，由此分析得出结论：过去不能代表未来，但把许多的过去综合分析，结果是相对稳定的。

究竟该如何看待静态市盈率，跟看待世间万事万物一样，都有其局限性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要把它的作用无限夸大，想依赖一样东西打遍天下，这种想法十分愚蠢。估值不可依靠静态市盈率，但其具有“常识”作用。很多人上当受骗就是没有运用常识，一个连老太太都懂的常识，可以骗得教授晕头转向，人生最宝贵的知识不是高深理论，而是常识，价值投资几乎就是靠常识。静态市盈率就是一个常识，静态市盈率在15倍以下也许是低估，15～25倍属于正常水平，25～35倍往往已经高估，如果达到50倍那就有泡沫了，因为以常识判断，静态市盈率50倍肯定不合理。

静态市盈率是投资总纲理由就在于，它是一个以不变应万变的标杆，在物欲横流的资本市场，每天都有因为各种利益，声嘶力竭鼓吹各种言论的声音；比如在200块钱的时候，有人鼓励买入贵州茅台，理由是它属于最好的公司，从长期看股票会涨到2 000块钱，这时候以静态市盈率的常识一看，就知道股价200元买贵州茅台，不是价值投资者应该做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

31

企业估值方法

估值在许多人来看是最难的事了，至少在我接触到的投资者中，最后没有实践价值投资的，很大一部分就是因为不知道如何给企业估值。我觉得战胜贪婪与恐惧才是价值投资最难的事，估值说到底只是经验加方法的问题，而后者直接考验人性。当然，如果一个真正的价值投资者，股票价格的涨跌已经触碰不到他的神经。比如对大盘的下跌很多人十分紧张，不知道底在何方，一遇到下跌就茫然得不知所措，但对真正的价值投资者来说，下跌已经无所谓了，大盘跌到哪算哪，从主观上希望跌得越多越好。

如果在太平洋中有一艘渔船快要沉没了，船上的人肯定都吓得六神无主，但对被捕捞的鱼儿，此时的心情完全不同，劫后余生的感觉，应该是欢欣鼓舞得快要跳起来敲锣打鼓，歌颂天公有好生之德。立场不同心态自然不同，股票涨跌已经不是对真正的价值投资者人性的考验，但要持之以恒还是需要毅力的。像巴菲特那样，把投资当成最富乐趣的事，即是说连毅力都不需要了，这就是《02 弄清楚自己想要什么》最后一段话："这时候实际上生活与投资完全融为一体，分不清哪里是生活，哪里是投资，而工作就穿插其间，如果说这种生活方式是一种境界的话，我十分同意。"

估值所估的就是内在价值，注意是"估"而不是"算"，内在价值是一个大概的价格区间，估算本身的含义就并非精准，否则应该是计算；而且主观因素非常明显，不同人对一家企业的估值总是有出入，就是不同人用同一个估值方法，对同一家企业进行估值，结果往往也有差异；原因在于估值不是一套公式，企业有太多无法量化的东西，只能采取估计的形式，将其从主观转向量化，由此估值有差异就在情理之中了。

巴菲特对内在价值的估算最为详细的叙述，出现在 1996 年致巴克夏公司股东的信中："内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。”此外，巴菲特还坦承：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确，实为谬误的数字；价值评估既是艺术，又是科学。”

这就引申出一个问题，既然内在价值具有这么大的估值弹性，那出现偏差的时候就在所难免，而且因为其主观性不可解决，这又是一个没有标准答案的事情；很多时候就会因为过于乐观而给一家企业太高的估值，从而为投资带来巨大的风险。要解决这个问题，就要以相对保守为估值原则，这是投资安全的前提，宁可给一个较低的估值，也不能给一个“合理”，但缺乏安全性的估值，在这点上要靠自己把握这个度，没有量化的衡量标准，必须靠投资者自己的理性和自律；也不能过于矫枉过正，否则会错失很多机会成本。

无论将来的统计学和数学如何发展，对企业的估值永远不可能有精确化的一天，因为每个人对事物的看法不同，自然反应也不同，对同一家公司亦是如此。现在企业自动化分析软件有很多，就是一般的炒股软件也有此功能，但它们所算出来的结果，反映了系统设计者自己的看法，从本质上讲也是主观的。就是用多数人认同的现金流模型，得出的精确量化估值我也不认同，理由第14篇文章已经说得很清楚了。另一方面，企业价值需不需要被精确认定也值得商榷，设想如果每只股票都有标准价格，那就没有波动了，或者波动会很小，投资者围绕这个标准价格买卖就可以了，股票的K线图会是一横。

从价值投资实践需要出发，估值只需要相对价格区间就足够了，不需要一个精确数字，估值精确量化从道理上不可取，姑且不谈可行性，道德没有必要性，市场本身的股价波动就很大，在一个区间买入就可以了，完全没必要在一个点上买入，更何况我们是分批买入，这是后话。比如，一只股票近2年的波动范围在40～100元之间，每股估值被精确为60元，那在60元以下就买入，若估值区间为50～62元，那其效果其实差不多。你要习惯以区间估算企业价值，不要试图去精确化定价，因为股票只有相对价值区间，没有客观公正的精确化价格。

当估算出每股内在价值之后，其作用对投资的重要性自然不言而喻，严格按此执行是投资成功的前提，自制力非常重要。有时候发现一家好公司，当然很想买入，无奈股价高估了，而且常年居高不下，有迫切心情可以理解，但如果这时候买入，则并非属于价值投资。应该相信股价会有回归价值的时候，纵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使现在股票很被看好，使得股价十分昂贵也会有下跌的一天，如果最后真的没机会买入，那只能说明与该公司有缘无分。巴菲特对待沃尔玛就是例子，他长期看好沃尔玛超市，无奈从没有合适的介入机会，所以到现在都没有沃尔玛的股票。很多人认为巴菲特因小失大，错失投资良机，单单从此事看没错，可是只看到他在沃尔玛投资上得失的一面，假如巴菲特没有这样的自制力，其一生不知要出手多少次购买高估值的好公司，结果可想而知，像沃尔玛这么成功的公司有几家；在股市中机会常常有，但命只有一条，任何时候请记住这句话。

估值方法分为“绝对估值法”和“相对估值法”，绝对估值法就试图精确量化企业的价格，前面第 14 篇已经对它进行过整篇的讨论，其结论是持否定态度，尽管巴菲特认同现金流估值法，但我认为他自己并不用此方法，只为应对烦人的追问。现金流估值从理论上是可行的，但实际上，它把主观因素的影响无限放大，其作用只能是鼓励更加乐观或支持更加悲观，只是一个估值的乌托邦。相对估值法即市盈率估值法，尽管该方法很粗糙，但却具有可行性，作为股价的参照物还是有实际意义；在此基础上，经彼得·林奇改良的 PEG 估值方法值得提倡，但依然不可以之为依靠。

无论哪一种估值方法，成长性都是最主要的因素，忽视成长性谈估值简直天方夜谭，但成长性并不能成为股价飞天的借口。对于成长性我的建议是重视过去企业表现，因为过去是已经发生的事实，有既定事实基础而且数据明确的，而未来成长性主观估计的成分会更大，对一家正常经营的企业，过去的数据可以看到未来的成长趋势。确实，其是估值里最难确定的因素，不止反映过去，也预示未来，但未来的不确定性使得难以有公允的定价。确定了主观上的成长性之后，要如何把它溶入估值，这也让许多投资者头痛。

在估值中另外一个大家比较关心的问题是企业净资产，我认为净资产对企业价值并没有太大意义；企业是什么？从投资者的角度看企业是一个印钱的机器，那么，这台机器的部件本身值多少钱并不重要，重要的是其能印出多少钱，现在是否对企业的看法豁然开朗了。所以，对企业进行估值时不要太在意其净资产，特别是固定资产，这些只是赚钱所必需的，真正能赚到多少钱才是这家企业的价值。假设一家企业经营不善倒闭了，普通股股东几乎不可能从倒闭清算中分到钱，看清楚了这点就会知道，格雷厄姆寻找投资目标注重企业净资产是不可取的。可以告诉你格雷厄姆所说的“安全边际”就是企业有足够多的净资产，他所理解的安全边际是股价比净资产低多少，但现在对安全边际的理解早就不是这样了，而且可以肯定地说，格雷厄姆这个看法是错的。现在中文世界的投资类书籍中，我还未看到有人与我的这个看法相同，但我不怕第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个吃螃蟹，坚持认为他这样的投资理念不对。

对于好企业在估值以下买入，我们为什么敢于下“重注”在它们身上？这里有一个理论基础，可以认为是价值投资的理论基石，那就是好公司与差公司相对稳定原则。它是估值的理论基础，我们必须相信好公司以后还会是好公司，这样才敢与之长期携手。那么，好的公司有可能变差，差公司有可能变好吗？完全有可能，但如果说20家好公司都变成差公司，这样的可能性几乎就没有了，所以投资要配置在多家好公司身上，无论其中某一家多么优秀，也拒绝把注全押在它身上，目的就是为了防止“黑天鹅”的出现。一家公司有可能改变，但从整体上则相对稳定，对多家好公司配置投资，综合质量也就相对稳定了，而且投资者有主观能动性，可以在一家公司出现问题时，对投资组合进行调整，这又保证了整体上长期处于良好状态。

最后应该做的就是：相信你自己的估值；估算的过程中保守，估算出内在价值后，要对自己的估值深信不疑，这样才敢在价格合适的时候，不理会大市行情的趋势，只管自己应该做的事——买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32

投资的基本原则

本文要阐述价值投资原则性立场问题，多数只是相对标准，可以尽量按着做，但无法精确衡量做得是否到位，很少像“每项投资都在1/5以内”，这样泾渭分明的原则，也说明了很多投资的原则更像箴言，而不是死板的教条。价值投资说到底很简单，为什么有那么多人会误解呢？比如，把价值投资和长期持有等同起来，原因也许是出于性格的不同，同样一句话不同的人有不同的理解；我们可以把某个原则概括地表述出来，但别人的理解也许就不完全一样了。就像本书投资思想基本上是作者多年的思考，都很清晰易懂并不晦涩，但我所说的跟你的理解也许就有偏差，等到投资实践中，那又是另一回事了。不深入思考投资的哲学，并从灵魂最深处认同这些理念，就无法运用到投资中去，因为它本身就是跟人性在争夺灵魂。不管一个人阅读价值投资的书再多，如果没有思考就无法形成自己的投资思想，那样别人的东西对他而言，始终只是硬邦邦的教条，理解上的偏差也就在所难免了。

说到价值投资的基本原则，第一条首推“安全边际”，没有安全边际就没有价值投资；在投资领域优胜劣汰的法则，不是看谁赚钱速度快，而是看谁能做到少亏损，最好是不亏损。赚得多没用，不得章法早晚还是得还回去，还回去还不够，连自己的本钱也要赔进去；所以作为投资者不要在乎明天赚多少、下周赚多少、下个月赚多少，而要考虑平均每年能赚多少。在投资上成为大师的主要因素，还是要看谁能活得久，其他因素没有这条都不能成立。巴菲特说过：“投资的第一条真理是不要亏损，第二条是永远记住第一条。”巴菲特纵横股海70年不倒的原因，时刻谨记“安全边际”概念是价值投资者的首要投资基本原则。

第二条基本原则是：投资在心里有底的公司身上；其实对于心里有底的公司可归类到安全边际概念中，但还是把它单列一条吧，因为安全边际很多时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只让人想到价格便宜，至少传统的价值投资是如此，但现在对安全边际的定义早就不止是便宜的价格了。对于心里有底的公司如何定义，不需要非常学术且严谨的描述，只说对公司了解得越透彻越好，等你对一家公司了如指掌的时候，自然能称之为心里有底了。具体上讲，对公司报告、公告、财务报表、相关报导、行业都有一定的了解，即做到初步心里有底，当然了解得越深入对投资越有利。

很多投资者都有两个疑惑，从投资的角度看都没有必要，现就此讨论如下：

一、觉得中国有几千家上市公司，如何研究得过来？

这是因为"大而全"思想捣蛋，希望投资所有A股的好公司，恨不得掘地三尺把它们都找出来。首先这个想法不现实，不可能所有好公司都让你一个人占了，再者，好公司也没有统一标准，选公司有点像选老婆，各人的评判标准不一样；更重要的，价值投资是否需要所有A股的好公司，你有多少钱可以买这些公司，一般投资者有30家心里有底的好公司已经足够了，无须把所有A股的好公司都收入囊中。

二、就算研究后了解这家企业，也不可能像高管那么了解？

这是因为逻辑不清，为什么要跟高管比谁更了解公司呢，这不是研究企业的目标所在。研究的目标在于，确定这家企业符不符合投资标准，感觉已经有足够了解，足以下结论即可；至于说投资者跟高管谁更了解企业，并不是一个很有意义的问题；若一定要分出个孰高孰低，我更希望公司高管比我更了解公司，道理显而易见，他是公司的实际经营者，如果他比投资者还不了解公司，我还有信心投资这家公司吗？

第三条基本原则是：投资自己熟悉的行业；行业对于投资非常重要，必须对所投资的行业有足够的了解，不过指的更多是行业属性，而非行业短期的前景。这句话非常重要，务必牢牢记住，行业属性才是我们所关心的，短期的行业前景几乎可以不理会。关于此，目前就有一例，巴菲特最近投资了美国第二大铁路公司——柏灵顿铁路公司，很多人说巴菲特看好美国铁路行业复苏，这些自认为是价值投资者的人说出此话，让真正的价值投资者啼笑皆非。巴菲特为什么投资柏灵顿铁路公司，从我的角度分析，其投资理由如下：

第一，柏灵顿公司有全美国所有铁路公司最优秀的盈利能力，这也是根本所在。

第二，柏灵顿公司有诚信、正直、务实、能干的管理层。

第三，柏灵顿是家运营高效的公司，近年来大力升级铁路系统，具有强大业务竞争力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四，柏灵顿拥有优质的铁路资源，而铁路资源具有资源垄断属性，行业准入壁垒很高。

第五，运输业是能源大户，从长远看能源价格将越来越高，而铁路是廉价、高效的运输途径。

第六，巴菲特十分熟悉铁路行业，他的老师格雷厄姆更是对铁路股情有独钟。

第七，最后一点，巴菲特说他在豪赌美国未来。

关于第七点有必要解释一下，很多不了解股神的人会说他在“赌”美国经济复苏，但我告诉你错了，巴菲特绝对不知道，也不会去预计美国的经济何时复苏，更不会据此作出投资决定。他常说的一句话：“我不知道明天的股市将怎么走，同样我也不知道美国明年的经济会怎样。”但他坚定看好美国的未来，这也是前面所说的价值投资信仰基础，所投资国家一定要越来越好，是价值投资的前提。我们在股价合理时买入一项资产，是想随着时间稳步升值，所以价值投资必须建立在经济大趋势向好的基础上。

故而，巴菲特所说的“豪赌”美国的未来不是说预计经济会马上复苏，而是相信从长远上讲，美国经济将越来越好，自然铁路这种跟宏观经济紧密相连的行业才会越来越好。巴菲特对美国的未来是抱有一种信仰的，就算是赌也是在信仰的支撑下赌的。就像我可以说“我豪赌明天早上 8 点是白天”，常识告诉我，那时候绝对不会是黑夜，至多是阴天或下雨天，无论是阴天、下雨天还是艳阳天都是白天，所以我不可能输，这样的豪赌我十分乐意参与，并且永远有足够的热情。

第四条基本原则是：价值投资买的不是股票也不是公司，而是所经营的业务；我们常说买股票就是买企业，本意是想强调投资者买的不是赌博的筹码，而是买入公司的部分权益，而根子里是参与合伙经营生意。所以在分析一家公司时，要非常注重业务状况，公司分析是指企业治理水平，简而言之，公司是打包所经营业务的包装盒，然后拿到资本市场上卖，诚然，投资者要买的肯定不是包装盒，而是里面所装的东西；从这个意义上说，一家公司叫什么名字并不重要，重要的是里面装着什么业务。

第五条基本原则是：拒绝“画饼”；这是我最深恶痛疾的一种情况，最为人所知的是 2007 年杭萧钢构（600477），该公司 2007 年 2 月 8 日每股价格为 2.99 元，经过 55 天的上涨，到 2007 年 6 月 12 日每股价格为 24.2 元，这样的上涨只是因为发布了一个公告，称接到非洲的大单子，而且只是意向上的，八字还没一撇，连合同都没签，更没有下定金，就因为这样一个公告上涨八倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不去评判好与坏，对投机炒作本来就不用说什么，只是要坚持立场，别想着从中赚钱，永远别因为前景“展望”而投资。

第六条基本原则是：每项投资都应在资金额的五分之一以内；有时看似死板，但能让人活得更长久，人都是有情绪波动的感性动物，不可避免地会受到环境的影响，很多时候市场会有许多的诱惑。对价值投资者最大的诱惑，莫过于喜爱的公司股价跌到内在价值以下，跌得越多诱惑越大，再理性的价值投资者面对这种状况都难免有冲动，这种冲动是很正常的欲望，已经把本性的贪婪与恐惧正确颠倒过来。但冲动太大就可能使人利令智昏，而每个人又都会犯错，犯错是难免的，要做的是把犯错的成本降到最低；像前面说过的一样，投资者活得久远比赚得多重要，只有把犯错误时的成本降到最低，才能保证活得最久。这条原则使得犯错误最大的代价不会超过资金的五分之一，能在“万一”的情况出现时不至于万劫不复。

第七条基本原则是：只在价值被低估时买入，在价格远远高估时卖出；相信不用解释了，本书从头到尾都在强调这句箴言；很多时候价值投资就是这么回事，原则性的东西听了，也认同了，到真的去实践的时候，马上就走样了。所以本书并不只要告诉你方法，而且要让你能去实践，学以致用才是本书之目的，也许目标有点高，试着做吧。

第八条基本原则是：不要试图短线获利，把投机留在千里之外；与第七条本质相同，每个人在进入股市时，都对投资和投机有过选择，很多人准备同时学习，想着能做到刚柔相济、融会贯通，但最终发现两者在理论和实践是都有不可调和的矛盾，深入学习之后必须面临抉择，就像姓“资”姓“社”的问题，答案应该毫不含糊，在投资上有所作为的人，没有一个既做投资又做投机的。古人云：一心不能二用；有投机的心理便做不成价值投资者，因为这是道理上说不通的。

第九条基本原则是：价值投资与持有时间无关，但正常情况下是长期持有；这是格外需要强调的一条，价值投资可以持有一天，也可以持有十年，持有时间长短与价值投资没有直接关系，价值投资绝对不等于长期持有，记住这句话对投资有益无害，价值投资与否的根本取决于第七条。比如说一家公司刚刚IPO，发行价是7元，而你估算其内在价值为10～12元，从而参与申购，上市第一天股价涨到50元，应该毫不迟疑地卖出，已经是很漂亮的一次价值投资，根本在于50元股价大大超出其内在价值，而持有一天跟是否为价值投资无关，这个时候不卖出才是投机者，他希望能涨到100元再出局。

第十条基本原则是：大盘走势、宏观经济、国际问题、社会民生、军事战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争、自然灾害等等都与你无关，只需关注所投资的企业；这条最需要听的是“股民”，定义是对股票毫无了解的人，懂得投资那是投资者，懂得技术分析那是投机客，什么都不懂的就是股民。股民和投机客在股市中的心态和行为都很相似，喜欢关注股票行情走势，每天盯着股票走势实时图看，情绪也跟着起伏不定，什么信息都被他们关注，然后跟“专家”一个口气说话，你可以观察一下身边的朋友，对宏观经济说得头头是道的人一般投资是亏损的。价值投资者不关心短期宏观经济的走势，也不关心经济周期，经济肯定是有周期的，现在坏将来就会好了，不需要去太过关心，只需关心自己所要投资的企业及股价就可以了，企业基本面良好，股价合适就买入，其他的都与你没有太大的关系。

第十一条基本原则是：学会等待投资机会的出现；前面说过一般情况下不建议空仓，很大原因就是考虑到对心态的影响，如果是完全空仓要控制住自己的手，不要在股价高估时买股票，为买股票而买股票不是投资者该做的。只要投资机会没有出现，我们可以做到不参与。只要这样严格律己才能作为一个价值投资者，很多人做不好也是因为这点，他不能一天不参与市场的，想抢到每一个反弹，害怕一天的踏空，这样的心态要不得，必须学会空仓等待投资机会的到来。

第十二条基本原则是：把投资当成生意来做；这条是我多年总结出来培养良好心态的一剂良方。如何解释呢？一般做实业的人，没有谁抱着今天出钱做生意，下周或下个月就赚10%这种想法的，都以年为单位去规划全盘生意的；特别优秀的企业不说，一般盈利能力的企业，一年到头能赚20%那已经就不错了，还得从年头忙到年尾，整年下来没几天休息的，但价值投资抱着每年资本增长25%，目标是比较实在可行的，以这种心态对待投资，就不会有今天赚3%、明天赚5%这种无意义的想法了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

33

买什么股票

一个价值投资者在对待买什么股票的问题上，看起来有点上纲上线的味道，可这样做很有必要，因为少了对买入股票的严格要求，持有时心里就没有底气，也就无法淡定自若地面对股价波动；反过来看，股价波动能影响到你的情绪，就难以成为真正的价值投资者。对于不应该买什么样的股票，有很多因素，前面已经有过一些讨论，现在针对股票买卖微观上的行为，提两点原则性的建议：

一、股票的盘子大小和绝对价格高低不是价值投资者进行投资决策的主要依据。

二、忘记技术分析、指标的存在，只看股价与内在价值的比较。

关于第一条，盘子小和股价低是投机客非常重视的，常常看到小盘股上涨展现惊人的“威力”，确实相对于大盘股上涨要更容易，只要一定的资金就可以把股价炒作上去，所以小盘股是庄家的最爱，有利于股价的操纵。但“遛狗理论”说明股价波动是围绕着内在价值进行的，即是说如果公司的质量和盈利水平没有提高，上涨没有相应内在价值作支撑，也会跌回原来的水平，而且由于股价趋势有惯性，会使它跌得更多，这也为价值投资者创造了买入机会。当然，其中投机的成分很大，会有人赚到钱，同时也必然有人亏钱，只是对价值投资者来说要有所为、有所不为，毫无疑问这属于不为的范畴。另外，绝对价格即多少元，技术派的如叶弘、徐小明等人，在他们博客中常看到“关注股价在 5 块钱、10 块钱以下的股票”这种操作建议，这个和小盘股的思路是一致的，盘子小、股价又“便宜”，非常适合投机炒作，股价很容易炒上去，这是客观事实，如果你喜欢这种投资方式，建议你无须继续看下去了，本书对炒股没有任何帮助。

关于第二条，讲的是不要试图预测股价未来走势，没人知道明天的股市会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收在什么点位，就是说对了那也是瞎蒙的，请坚信这一点。K线图是过去股价走势的反映，非常科学、直观，一看就能一目了然，很好的东西，股价的涨跌确有一定的趋势，否则就没有牛熊市了，这是针对大趋势而言的，试图判断每一次小趋势，从中渔利注定要失败的，所以投资可以适当参考大趋势，但要忽略小趋势。趋势是客观存在的，不过小趋势不为人所把握，技术分析就试图把握小趋势，从大趋势到小趋势挨个抓，到最后只能发现根本是徒劳无功。表面上价值投资好像也借助了趋势的力量，在低位时买进之后静静地等待，虽说上涨也不意味着一定要卖出，但却是卖出的必然前提；但本质上价值投资与趋势投资不同，最根本体现在买入动机和卖出理由上。价值投资着眼点在于股价与内在价值的关系上，有了安全边际就买进股票，虽然K线图也可作为股价高低的参照，但却不是做出投资决策的根本依据。

在选股方式上，很多投资者都是满大街找股票，试图发现物美价廉的好股票，格雷厄姆确实采用这种投资方式，但并非价值投资的唯一方式，其一生就是在寻找被市场低估的“黑马”，这样的投资方式被调侃为“捡烟蒂”，好公司股价都不可能到他要求的那么低，所以买到的股票质地都是值得怀疑的。更重要的一点，你如果满大街去寻找价值被低估的股票，就不可能做到对所有股票都很了解，前面谈到对企业了解越深，越有信心在大跌中买入，而满大街找来的股票，不可能对它们有很深入的了解，也正因为了解不深，投资风险就会相应而生；据此，我认为这种价值投资方式应该成为历史。

正确的做法是对一定数量的好公司长期跟踪研究，“一定数量”的范围以20~50家为宜，这能克服格雷厄姆那种投资方式的问题。可对企业了解得很深入，增加对企业的信心，从而有勇气在下跌中买入。我的投资方法对于要买入的股票，不是一时发现的“黑马”，而是长期跟踪研究的好公司。对于它们以外的股票有时也看看，但真正了解的并不多，所以有人问我研究的股票多吗？我回答不多；他以为我不务正业，建议我对多些股票进行研究。另外还有一种，就是问某只股票好不好，一般也只能说对这支股票不了解，有些人以为我故意不想告诉他我的看法，现在你看了我的投资方法已经知道，并非不想告诉他，而是真的不了解他所说的股票，我可不是股评家，对几千只股票都了如指掌，对股民的投资咨询都可以指点江山，这便是价值投资者的寂寞。

随着时间的推移，对所关注的企业了解得越来越透彻，心里自然就越有底，对内在价值的把握也就越有感觉，是的，内在价值尽管可以估算，但有时候是一种感觉，不要把这个秘密告诉第二个人知道。当了解并认同公司的质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地，而股价低于估值时，就敢于在下跌中买入，之后自然而然的坚决持有，股价的继续下跌只会买进更多，直到资金的五分之一为止，至此，股价继续下跌对我们已经无意义了，才不管将跌到多少钱，重要的是已经有安全边际的持有，其他的都只是过程。在上一篇文章讨论过价值投资为什么这么简单的东西会被人误解，再说得明白一点：人性。就像现在正在谈到的买股票方法，其实都很简单，也写得很明白，相信谁都能正确理解，但理解并不意味着认同，就算认同也不见得能做到，说到底——人性。

低买高卖是所有人的共同愿望，只是没有低卖高买的，那里来的低买高卖的，所以注定有人赚钱就有人亏钱，从投机看是这个道理；但从价值投资看并不是这样，买入股票是为了与企业共成长，赚钱是因为企业内在价值的提升，有时市场太疯狂，股价远远高于其内在价值，被逼不得不卖股票给那些需要“搏傻”的人。单从表面看跟趋势投资有点相似，不过由于买入动机的差异，导致两者从根本属性上不同，价值投资与趋势投资只是“貌合神离”。

再好的公司股票也有一个合理的内在价值范围，在股价高于内在价值时就只关注它，专心研究企业基本面，等到股价低于内在价值时就坚决买入，这时候实现了“低吸”。反过来，股价远高于内在价值时，就应该分批卖出股票，这时候实现“高抛”。除了像巴菲特持有可口可乐这种“箱底股”外，其余的股票都是这样一个过程，长期持有不等于价值投资，这才是价值投资。

很多人有这样的感受，在K线图上V字形的左侧买入，往往比在右侧买入更赚钱；我认为在左侧买入驱动力是勇气，而右侧买入的驱动力则是贪婪；这样的统计从根本上说很合理，股市也有“二八定律”，钱总是往少数人身上集中，不可能大多数人都赚钱，投资者中有勇气的人永远是少数，而贪婪的人永远占多数，从长期看，钱肯定流向有勇气的少数人。道理就摆在这里，把它给贪婪的大多数人看，他们懂得是一回事，该贪婪时就贪婪是另外一回事；所以应该在股价跌到内在价值以下买入，而不是在反转之后再买入。

价值投资还有另外一种重要的买入机会，就是在公司有临时性利空消息、行业整体性事件，导致股价大幅下跌，也许就会跌出投资价值；但要确定不会对公司的长远经营造成重大影响，也就是说基本面并没有根本发生变化，只是一时半会可能受到一些影响，这种情况就适合买入。比如在香港上市的蒙牛乳业（02319）在三聚氰胺事件中受到的波及，2008年9月16日的收盘价为20块港币，2008年9月23日开盘价跌到6.85块港币，蒙牛虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在三聚氰胺事件中也有份，但不是主要责任企业，可以预见其不会如三鹿奶粉一样破产倒闭，而乳制品行业不会因为三聚氰胺就不存在了，中国也不可能完全依赖进口国外乳制品，所以行业肯定要重新振作起来，经过这个分析我们认定蒙牛从长远上不会受此事件影响，而反有“收编”其他小企业的机会，在行业整合中做大市场份额的机遇，故而，当股价跌到内在价值以下时坚决买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

34

永远不要一次性买进

股票的买进、卖出看似简单，其背后有许多值得玩味的道理，股民习惯一次性买进，从投机的角度看没什么问题，可在价值投资的角度看，一次性买进的人大部分是没有讲究买进技巧，还有小部分人想买在最低点，主观上希望买了股票就开涨，这是不切实际的想法，其本质是贪婪的投机心理在作祟。

为什么我们不主张一次性买进？这要从我们对投资的理解和操作方法上说起。在对投资的理解上，我们希望在股价低于其内在价格时买进，只要股价低于其内在价值不管是不是还会继续下跌，都义无反顾坚决买进，这样的想法决定了我们不是要买在最低点，而是买得物有所值就可以了；在具体操作方法上如前篇文章所说，我们是在股价 V 字形的左侧买进，这样的话正常情况下一买就“亏损”，越买越跌已经习以为常了，一买就涨那才是反常现象。如果一次性全部买进，当股价再次下跌时，已经没办法把成本摊低，从而尽量提高投资的安全边际；如果分批右侧买进，每次出手成本都被不断抬高，失去了分批的意义。一次性买在最低点很少发生，而且运气成本居多，所以从成本可以不断摊低的左侧分批买进，于价值投资而言是最理想的。

道理上讲，左侧买进肯定分批比一次性买进划算，右侧买进肯定一次性比分批买进划算，这是很简单的道理。因而趋势投资者一次性买进很正常，顺势而为决定了需要买在 V 字形的右侧；但价值投资的原则是在 V 字形左侧买进，所以分批买进才能明智之举，能够有效地降低成本，提高安全边际。分批买进除了在价格上摊低成本外，还可以分摊在下跌中买进的心理压力，前面说过在股价 V 字形的左侧买进是需要勇气的，勇气有大有小，但不可能是无限的，就是有勇气无限大的人，相信也不会是你。分批可以把每一次买进所要的决心减少许多，自然压力也就不会那么大了，因为每次买进的资金只是原来的几分之一，所要承受的决心压力肯定会大大地减小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结下来分批买进有两大好处，一来可以把在下跌中买进的心理压力分批消化掉；二来可以把投资成本摊得更加低廉，在股价 V 字形的左侧分批买进肯定要比一次性买进划算，这样可把平均成本的重心下移，慢慢靠接 V 字形的底部，从理论上说，有多个买点成本不可能在最底部，但可以无限靠近。原则上分批买进的批次分得越细越好，但也不尽然，节奏的把握有时比太细的分批有效，一般分五批买进较为理想。

其实分批买进除了上面的两大好处之外，还有一大好处就是给自己多点时间思考，尽管我们的投资方法很少需要在买进的时候考虑，早就已经对所要投资的企业研究透彻了，但有多些时间可以思考总是件好事。有些事确实平时想的时候是一回事，待到真正做的时候才想到一些要害因素，这样的经历相信谁都有过，没有事到临头的时候人的思考方式，跟真正付诸行动时有根本的区别，也许多些时间留给自己思考，可以避免一些本来要犯的错误，让自己的投资事业安全更有保障，记住投资是一生的事业，避免错误能够让这个事业更加长青。

这里还有两个问题要解决：一是买进完毕了股价还跌怎么办？二是买进未完毕股票就涨上去怎么办？

对于第一个问题要有正确的认识，人的能力是有限的，在价格低于内在价值时买进就可以了，尽量将投资成本摊低便是，但不要希望事事尽如人意，看着买进后股价还下跌感到惋惜，事实上是一种贪得无厌的心态，在内在价值以下买进本来就占便宜了，为什么想要把便宜占尽呢。对于第二个问题按买人原则办，在买进的过程中，还没建完仓股价就上涨，要看股价是否还低于内在价值，如果低于那不管上涨多少，按原来的节奏买进，如果已经超过内在价值就停止买进，转而持有已经买进的部分就可以了；不要遗憾还没有建完仓，好的投资机会多的是，要尽力抓着但用不着后悔，只有按合理有效的方法买进就行了，买得少并不会导致亏损，只是得到的便宜少点罢了，当然所承担的“万一”风险也小点。

在买进问题上一定要放弃想买在最低点这种心态，这是一种看似积极，实际上要不得的消极心态，有这种心态的人都做不好投资，因此成熟的投资者不应该有这种想法。不可能有人知道明天大盘收在多少点，同样也绝不可能知道最低股价是多少，在 2008 年 10 月 28 日之前，谁都不可能知道 1 664.93 点是上证指数的最低点位，对于个股也是同样的道理，我们只能用好的投资方法尽量把成本降到相对低点，但无法知道最低点是多少，价值投资者放弃打算买在股价最低点，这种不切实际的想法有助投资能力的提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后还有一个问题，分批买入的成本能有多低？最理想是在整个U字形底部阶段买进，这种股票不是走V字形底部，而是U字形，股价在底部有一段时间的徘徊整理，这时分批买进会使成本非常接近于最低位，但分批买进就不可能全都是最低位，最低位只有一个，而我们有五个买入点，道理上平均成本不可能等于最低位，但若在U字形的底部买进，基本上相差无几了。

这一篇所说的内容，许多朋友肯定觉得只是对大资金才有可行性，不可否认这样的股票买进方式确实很适合于大资金操作，但是一般的投资者同样具有可操作性，除了像贵州茅台（600519）这种“百元股”一手要万元以上外，其他绝大多数的股票都在百元以下，即一手在万元以下，一批一手、五批就五手，这样不就有五个买点了吗，同样能做到分批买进，只是愿不愿意去做的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

35

股票越跌越开心

价值投资是在股价下跌到内在价值以下买入，这说明股价下跌会制造投资机会，一个人能否成为价值投资者也许是性格决定的，有人天生喜欢追高，眼睛近视得只能看十寸远，只能够做投机客了。本人是看巴菲特传记才开始关注股票的，其传记多如牛毛，这本书得到的评价还挺好，但我看到一半就看不下去了；其实说是传记，事实上是巴菲特投资案例的陈述，那时对财务和投资也不懂，而书中那种机械式的“结案陈词”让人抓狂，不过我倒是从此与投资结缘，具体说是价值投资；所以从一开始我就是奔着价值投资来的，不过多数价值投资者开始都是投机客，后来慢慢转变为价值投资，最后能成为真正价值投资者的也是寥寥无几。所以我以自身的经历，反对人家说什么没有破产过就不算真正的投资者、要暴过仓才懂投资云云，认为都是没有根据的；这些话本来是对赌徒而言，后来不知道谁用在投资者身上，不过如果从赌徒“移植”到投机客身上我不反对，甚至支持此说法；但所谓“投资者”就包括价值投资了，这个我要反对，价值投资者要记住的第一条原则是不要亏损，第二是永远记住第一条。

由于自身经历决定了我“与生俱来”对泡沫的厌恶，对股价下跌总有莫名的兴奋，我喜欢看到好公司的股价跌到内在价值以下，倒不是我准备买入才喜欢，就是已经建完仓，达到资金的五分之一，还是喜欢看到股价下跌，这已经成为一种习惯，尽管我也不喜欢看到账面财富缩水，但就是喜欢看股价下跌。也许是想看在下跌中的芸芸众生相吧，投机倒把、贪得无厌的赌徒在牛市中个个是股神，在股市下跌时骂政府、骂央行、骂证监会、骂机构、骂经济学家、骂股评、骂上市公司，出了许许多多才华横溢的打油诗、短笑话和图片，市场一致看空仿佛世界末日将至，而在此时价值投资的机会却在悄无声息地到来，你说这一切是何等惬意。也许还有一个原因，就是股民天生喜欢“唱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多”，会为上涨找来许多莫须有的理由，而上涨的结果就是下跌，财富没有增加只是重新分配，等于是赌了一把，吹了一次泡沫，出于对赌博、对泡沫天生的反感，加上唱多者的许多莫须有理由，久而久之产生了逆反心理。

曾经有人质疑价值投资说：股票涨跌跟公司有什么关系，垃圾公司、ST股一飞冲天，而好公司的股票就是不动。从短期看这种现象确实存在，也颇具“中国特色”，故此话从短期看貌似对的，但若把时间放长些看，就不是这么回事了，好公司长期持有都能得到满意的回报。另外，从赚钱角度看也不是表面看到的如此这般，垃圾公司有时可能赚到钱，可由于垃圾公司那种投机炒作性质，决定了很难把股票拿住，一般拿一段就卖了，赚了根牛毛而已。更重要的，价值投资与投机所追求的不同，对赚钱的理解也就不同，我们不是追求爆发式的增长，而是长期稳定的增长模式，根本取决于企业的内在价值是否增长，至于在股价上是否得到体现，暂时的低估并不重要。

即是说股价的短期波动与内在价值无直接关系，短期股价表现是跟着市场气氛走的，当然也有特立独行的例子，如云南白药（000538），多数股票只有中长期股价才能反映公司的实际经营情况。这个认识说明短期股价与业绩并无立竿见影的关系，而且完全经得起推敲，所以股价下跌无须担心基本面发生恶化，在合适时大胆出手买入。股价大跌往往是因为泡沫大了，与公司基本面并没有什么关系，也不会因为股价下跌致使基本面恶化，归根结底就是说公司好坏与短期股价波动没有关系，股价下跌只会制造买入机会，企业并不会因为股价的下跌而有什么不同。

其实股价下跌除了放宽心态外，该如何做在前一篇已经充分说明了，不要害怕股价的下跌，这是再正常不过的现象，只需要静静地等待，到安全边际出现的时候，就开始分批买入，到这里该做的事都做完了，接下来只需要对这只股票不闻不问，因为短期内不会涨到需要卖出的阶段，所以也就没什么事了，假如你也喜欢看着股票下跌，能当乐趣那也是不错的娱乐。特别需要注意以正确心态对待买完还跌的情况，这在前面已经说过，但这里还是再强调一次，我们只需要买在内在价值以下，有安全边际就可以，不需要买在最低点。

千万别以为对股价的下跌有莫名兴奋感，只是个人的爱好，虽然我还没弄明白为什么喜欢看到下跌，但这种莫名的兴奋感，更让我坚定价值投资的信心，这是我的乐趣，反过来价值投资的实际需要加强了这个“爱好”，成为我加强价值投资意识的一个有效手段，有助养成逆向的贪婪与恐惧思维模式。所以你可以自我审视一下，如果不是唯恐天下不乱这种心理，而喜欢看到股价下跌，也许就具有价值投资者的这种性格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此有一种方法提出，但不推荐这么做，就是满仓时如果股价还下跌，到一定程度就举债买股票；当然，这要在合理估值的基本上才能做到，关于举债投资对投资而言，我一直持反对态度，因为会有很多硬性钳制，跟银行借钱更是如此，很难发挥资金的灵活性做投资配置，更重要的是会影响心态，这点无法接受。但在特定的情况下我会这么做，但会严格控制举债的规模和性质，因为我有信心控制债务，而不让债务控制我，更不可能让其影响到我的心态。这样的要求对大多数人而言并不现实，而且举债的时机把握十分重要，如果你可以控制债务，而且不让其影响到心态，又对举债的时机把握到位的话，我觉得可以举债投资；至此，可能 90% 的人认为自己能做到，这跟每个人都认为自己能在股市中赚到钱一样，但结果往往是相反的。

股市与生俱来最大的特性是什么？我认为是运动。股市每天从开市到收市，只会有三种结果：上涨、下跌、横盘，这么说是想表明股市的波动是再正常不过的现象，除非不开市，否则必定会有波动，波动绝不值得去牵挂，股市的涨跌就像人呼吸一样正常，我是这样看待股市中的涨涨跌跌的。股市行情好时股价都在上涨，证监会就会放行好多公司 IPO 上市和再融资，其中就有许多好公司，尽管发行价格偏高不会申购，不过好公司资源多了对价值投资也是好事，发现好公司的兴奋度不比看到内在价值少；行情不好时股价都在下跌，当然是我们希望看到的，有机会买入好公司的股票。故而，无论股票上涨或下跌，投资者都可乐见其成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

36

不要下注未成功的“成长股”

现在谈到的这个话题，是我对投机最深恶痛绝的一个现象，就是前面反复提到的拒绝“画饼”，现实中不存在事实基础，天马行空地勾勒其“美好未来”；有人偏偏就喜欢吃画的饼，有时确实也蛮好吃的，先知先觉吃了，不贪心赚了就跑，有时确实有利可图，这已属投机范畴了。同样还是以前的态度，不去评判投机的是与非，只认定其投机性质，这完全是个人选择问题，如果选择投机炒作埋单画的饼，没人可以阻止你这么做。

有人可能会为“画饼”鸣不平，认为不一定吧，君不见每年风风火火的 ST 股重组，许多是货真价实的事情，如果该公司有国资背景，重组是板上钉钉上的事，去年重组的明星股，*ST 兰宝资产注入更名为顺发恒业（000631），为股东带来的超额收益难道是假的么？这里需要弄清楚两件事：一是买入这样的 ST 股是基于重组预期还是经过深入分析得出确凿重组证据，如果是前者那属于投机的范畴，不做讨论，如果是后者则已经超出画饼的定义，因为已经有明确未来这个事实基础的存在；二是如何估算 ST 股价格，如果在有安全边际的情况下买入则属于价值投资。价值投资并不止一种方法，我的方法只是其中的一种，满足了以上的条件，买入 ST 股也可以是价值投资。

成长对于一家企业来说是开拓进取，创业型企业就像逆水行舟，当然不是一件轻松的事，要花费很大的力气才能做好；等到企业进入成熟状态后，就好像船使入平静的湖泊，自然比逆水行舟惬意。对投资者而言刚好相反，成长型企业更能使投资者感到惬意，所以成长性对价值投资很重要，不过一定要投资在有事实基础的成长股上，不要下注在那种有可能变身成长股的“黑马”上，这里用下注而非投资，因为它带有极大的赌性，从根本上讲不应该是价值投资者该做的事。

最近创业板有一个非常典型的案例，炒作遭到证监会调查的吉峰农机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(300022)，该股发行价17.75元，每股摊薄市盈率57.26倍；我并未对吉峰农机有过系统研究，但从市盈率上看，很难具有吸引力，许多分析师亦持此观点。令人大跌眼镜的是首日上市，开盘价为32.25元，其间一度最高涨到51.8元，两度被深交所临时停牌，收盘价报35.31元。此时整个创业板的估值已偏离正常水平，市场一致认为创业板会开始大幅下跌，因为我从来不预测股票未来走势，但对中国股市的赌性成风有很了解，这时候我猜创业板不一定会马上下跌，注意估值高与立刻下跌是两回事，果真其后创业板一路高歌猛进，可谁都没想到能上涨那么多。吉峰农机为上涨的排头兵，最高价冲到2009年12月3日的96.5元，如果不是因为证监会要调查幕后操纵者，指不定会涨到多少钱。

对吉峰农机的炒作有一个十分响亮的“理由”：将会成为农机行业里的苏宁电器（002024），会复制苏宁电器的成功，就是在这么大块“饼”的理论指导下，一路把股价操纵到96.5元，想想真有点荒谬。这是典型“画饼”的例子，就像设立赌局，赌局已经设好了愿者上钩。且不论炒作使得股价严重虚高的投资风险，就是吉峰农机本身的经营前景并不确定，它的未来充满不确定性，模式是否能成功？能否走出区域扩张经营？护城河在哪里？等等太多问题都是未知数，本身就不是好的价值投资对象，投资者对这样的“成长股”唯有敬而远之。

还是拿吉峰农机说事，我们说它未来充满不确定性，有人要为它鸣不平了，会举出若干理由证明其未来非常确定，还是那个道理，如果你能证明它的未来很确定，那在合理的价格买入就是价值投资，尽管我认为吉峰农机未来不确定，但不会把看法强加在别人身上要求他接受。对于未成功的“成长股”，之所以谓之曰“未成功”，就是因为看不清楚其未来，预期是一种猜测，我们需要心里有底的预见，投资的原则就是把不确实的成分降到最低。价值投资不反对展望未来，但不能猜测未来，还是应该基于已有的经营历史数据，并相信在大范围内强者恒强的发展规则。

总之我的投资方法不费半点心思选“黑马”，尽管可能有人靠这样的投资方法发了财，比如王亚伟就是一个成功的例子，不过那是人家的事，与我有何干系呢，这事他干得了我干不了，我也不觉得他的投资方法比我优秀。成功者之所以能成功，就是他们定睛于自己所做的事上，一路向着标杆直跑，你要相信别人在选“黑马”上发了财，你去就发不了财，去做了才会发现黑马并不是那么好骑的，一定要专注于自己的投资方法，一心一意才能成功，我的方法就是看企业实实在在的业绩，拿出业绩说话，其他一律免谈，未成功的成长股也许将来被证明是另一个苏宁电器（002024）、泸州老窖（000568），但它们并不是我所要寻找的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

37

投资何时算盈利

大人们总不厌其烦地告诉小孩子做人不能目光短浅，要有远大的志向；这样的话可谓苦口婆心，相信不会有人怀疑这个道理，但在现实中做到的人却很少，在对待得失上更是如此，利欲熏心、急功近利是这个时代的符号，以至于很多时候，我们看不清事实究竟是怎样的，广州话叫“鬼遮眼”，在股市这个贪婪与恐惧情绪堆起来的地方，要让“鬼”遮不了你的眼，的确需要超凡脱俗的定力。

财富（fortune）绝不仅仅是字典里解释的那么简单，财富的财字让人联想到钱，但财富的含义远远超出钱的范畴。这是一门小哲学，它折射出人生观和处世态度，然后透过性格表现出来，反映在股市中表现在此人为怎样的一个投资者。必须领悟财富的真义才有可能成为价值投资者，财富跟钱是不一样的，钱是通货的货币，代表一定数量的价值，本质上钱是社会欠条，由国家做信用担保，是个人服务社会得到报酬的凭证。而财富比这个定义要宽得多，以至于你现在正在看的这段文字，如果让你对财富有更深刻的认识，这本身已经增长了你的财富。

这是泛义上的财富，一般所指的财富与资产基本等同，为什么说基本等同，而不是等同呢？比如公司员工知识劳动成果属于无形资产，但员工本身并不算无形资产，当然也不是其他资产，但他们无疑恰恰是公司最宝贵的财富。钱可以是财富狭义的标记符号，很多人非常在意这个标记符号绝对数字高低，在投资上这是目光短浅的表现，在面对财富时要走出这个标记符号的影响，只在乎拥有财富的多少，不去关注标记符号的“刻度”，这是投资者必须学习的一门课程，不止对于投资事业有决定性的助益，对人生也是如此。

现在回答文章标题，投资何时算盈利？答案是买进时就算赚钱了，很多人肯定说：“买进了股票还没涨一分钱呢，我哪里赚钱了？”如果这样想，上面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三段话就白看了，别忘了钱和财富的区别；在这里如何“代入”呢？你的钱没有增加，但你用相对少量的钱换来相对多的财富，这时候当然算是盈利了。我们再展开来看这一部分，把财富量化成以“斤”为单位，假设你认同100元钱对应100斤财富，市场由于恐慌情绪，有人愿意把100斤财富50元钱卖掉，那么你可以用100元钱买到200斤财富，这时会有很多人说你是傻瓜，因为他们相信200斤财富还会贬值，根本不应该用100元钱去买，但我告诉你不要相信这些人，我的意思不是说不会继续贬值，那只是无关紧要的事，要相信你自己的判断，如果你完全相信自己，用100元钱买到值200元钱的200斤财富，这是不是等于大赚了。

绝大多数人在这里会问：你凭什么知道100斤财富值100元钱？其实这个问题说白了，就是内在价值的估算问题，我凭什么对万科A（000002）报价，我凭什么对招商银行（600036）报价，我凭什么对深发展A（000001）报价，你觉得合理，我不用说理由你也会相信，你觉得不合理，我列举一万个理由也没用，但有一点是明确的，那就是我自己有权利相信估值结果的正确性，并按照这个估值行事；我不需要你相信我的估值结果，也不希望你相信，你要相信自己的估值并坚定不移的执行，不应该受我的影响。现在知道价值投资难在哪里了吗？相信自己；换句话说要自信，这对某些人来说比登天还难。

价值投资说到底就是买到价值高于价格的资产，然后经过岁月的流逝，让资产不断的增值，这是一件很有意思的事情，有点像闲情逸致之人，种花种草然后看着花花草草一天天的茁壮成长，那种满足感很奇妙。对于价值投资也一样，需要买入好资产后，随着岁月的河流慢慢稳步增值。企业盈利增长对股价形成提升作用，是最实实在在的赚钱，也是价值投资思想的根本，在我的价值投资思想中最核心的就是这个部分，所以每当我想到价值投资时，立刻联想到的就是“成长”这个词，成长与时间意味着复利，它是世界“第八大奇迹”，现在可以跳转到《51 信仰复利的威力》，看看这个奇迹。

如果市场疯狂到股价远高于内在价值时，就应当卖出所持有的股票，所赚到的钱部分属于投机客疯狂的馈赠。当然这并没有硬性的要求，但我认为这也是不贪婪的一个表现；当价格远高于内在价值时，不卖出有两种人，一种是贪得无厌的人，另一种是傻子，价值投资者但斌先生不属于这两种人的范畴，区别就在于他从不打算卖出，并非想博得更高的差价，算是每三种人吧。他的价值投资理念是买入并永久持有，尽管我个人从来都不认同这样的价值投资方法。就像以前说的，价值投资方法各不同，可以认同我的，也可以认同但斌的价值投资方法，但无法同时两种方法并用，因为两种投资理念从本质上是有冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突的。股价高估卖出所赚到的钱，从道德上也是名正言顺的，当我拥有一项资产我很爱惜，但你报出远高于其价值的价格，我不管什么原因促使你做出该决定的，但我们在你情我愿的情况下公平、公正、公开的将资产转让，这是商业文明社会每天都在进行的行为。

现在总结三种赚钱形态：

一、买入价格低于内在价值的资产，这是从财富角度最根本的赚钱。

二、拥有的资产随企业盈利增长而增值，这是最实在的赚钱。

三、当股价远高于内在价值时卖出，这是赚市场不理性的钱。

在这三种赚钱形态中，最核心的是第二种，随企业盈利增长而赚到的钱，从理论上说是价值投资的核心，但在此还是愿意再次强调，当市场不理性时应该卖出股票，值得永久持有的股票是有的，但不会有很多，大多数股票如果市场报出一个疯狂的价格，我都愿意转让。从买入股票本身的角度看，并不是为了卖出，市场的报价太疯狂逼得我需要卖出，这是在行为上的定义。除了第二条外，其他两条只是投资的过程，属于价值投资哲学的延伸，但往往第一条能够赚到最多的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38

投资没有专家，只能相信自己

首先要阐明投资所指的是价值投资，其实“价值投资”这词本来就是多余的，投资就是它的本义，而投机是相对于投资的另一种股票作用；但大家都习惯把所有参与到市场中的人都叫投资者，为了区别投资者与投机客，投资者更旗帜鲜明地称之为价值投资者，而投机客堂而皇之“入主”投资者概念的中心，真正的投资者被排挤到靠边的“价值投资者”里去了，成了资本市场中的“非主流”。

巴菲特说过他不知道明天的股市会如何演绎，股神都不知道了，你相信这世界上还会有人知道吗？或者，从道理上明天的股票走势有可能预测得到吗？我认为这是天方夜谭的事情，就算有人能说准明天的收盘点位，我可以现在就告诉你他是猜中的，就算他连续说中十天的收盘点位，我依然固执地认为他是蒙的。因为从道理上说不通，我相信真理胜于相信自己的眼睛，作为一个价值投资者，你最好也有这种“固执”的性格。在这个世界上，以前没有，现在没有，将来也不可能有人知道明天的股票走势和收盘点位。

但有件事很奇怪，那就是股市未来的大趋势可确定。想想有点意思，我不知道明天股市怎样，也不知道本周或者下个月股市会如何走，但国家和股市的未来从长远看必然是一致的，中国肯定会越来越强大，那股市从长远看必定也是上涨的，对这点我始终充满信心，相信多数人赞同，大趋势肯定是向好的。近在咫尺的事不知道会怎样，长远的却是知道，其实这也是投机与投资根本上的不同。其实这个现象很常见，如不知道哪一天会发生空难，但全世界每年大概的空难次数相对可知；又如，不知道某个人能活到几岁，但人类总体上的寿命却知道；再如，不知道明天是不是晴空万里，但每年的晴天数量却知道。总之大的方面几乎确定，每天都可能是晴天、阴天、下雨天，但一年 365 天下来，除极端年份外，各种天气是相对稳定的，投资组合也是一样的道理，由一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组概率事件组成的，整体结果几乎是确定的，其实这就是保险公司存在的理论根基。

由此我们明白，在一件事情上，结果有可能出人意表，投资更是如此，单一的一个观点、一只股票、一次事件都可能出错，这个说法适合所有投资大师。有的投资者喜欢咨询专家，这种投资态度当然比盲目乐观，不学无术好，但就是这样的咨询恰恰就是单次事件，很容易出现错误，投资者据此作为投资根据，结果就有可能遭受损失。不想遭受损失只有一条路，就是不断学习，让自己的投资能力不断加强，股民整体的投资能力进化空间有限，但自己的投资能力要不断进化，千万别有让专家帮忙赚钱这种想法，在价值投资看来很愚蠢。

最近参加一个股票沙龙，在我发言期间，当说到估值要建立在充分的研究分析基础上时，有人问如果是“国家报价”呢？国家报价是我按照他的意思说的，这种老一辈的人认为券商、大机构、央企、国企这些都具有“权威性”。他原话的意思大致是：如果一家公司的股价现在是 4 元，定向增发给“国家”价格是 5 块钱，那现在 4 元的股价应该是很便宜的，他这个“国家”的意思应该大概是指国有企业或国资委一类的。我说国家报价也不能相信，他马上毫不客气地冷笑着问我：“国家不能信，信谁，信你啊？”我说：“信你自己”。当时由于讨论的人多，要不还想让他看一下券商 2008 年对 A 股的预测、国企与海外投行的对赌协议，这基本代表了“国家”投资能力。

这两个例子足以说明没人的预测具有权威性，如果这还不足以让人信服，看看能呼风唤雨的投行，在原油 147 美元时所发布的研究报告，华尔街老大哥高盛对油价的预测，认为要涨到 200 美元一桶，如此这般的例子不胜枚举；换个角度，就算油价真涨到 200 美元一桶又怎么样，只证明它猜对了，你也可以猜，效果是一样的，猜对了你也成神了，偏激点的甚至认为，证券分析这行根本没有存在的必要，很多时候只是在误导投资者做愚蠢的事，行业秩序确实需要整顿。券商的所谓研究报告，大多数就寥寥几页，财务报表就占去三分之二，另外三分之一弄点股价走势图和未来三年的业绩预测，再给一个“估值”，基本规律是现在股价 3 元，就估值 4.45 元，现在股价 8 元，就估值 12.75 元，大基调永远是看好，估值永远是“相对于其他行业”、“相对于其他公司”。几乎没有一篇是从价值投资的角度，有思想、有深度用心去写的。研究报告最基本的要求我认为至少满足三点：观点明确、思路清晰、逻辑性强，如果按这个标准衡量那些所谓“研究报告”，99% 是不合格的。

投资是最需要自食其力的，必须树立自助的意识，要不然永远只能做任人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宰割的羔羊。投资肯定是建立在充分的研究分析基础上，假如，我对一只股票经过研究后作出投资，而你跟着我买入，到了一定条件下，我决定卖出该股票，而你也同时卖出，买入、卖出价格完全一致。从这个过程具体来看，我是在投资而你是在投机，因为你对所买入的股票并不了解，只是出于对我的信任而买入，这样的信任也许出于对我真正的了解，那就等于是：我在投资，而你因为了解我，间接投资于股票，这种“间接投资”很难界定是属于投资还是投机。从长远上要相信，投资没人能帮到谁，必须依靠自己，巴菲特也是一样，只能做到让伯克希尔·哈萨韦赚钱。

在投资上必须自助，只要勤奋学习，投资能力是可以达到专业水平的，李驰说价值投资只需要小学水平，尽管有些夸张但道理上没错。不断地在学习中实践，在实践中学习，培养自己价值投资的性格，恪守原则规范自己的行为，建立投资自信并在决策时相信自己的判断，在适当的时候勇敢做出投资行动，这已经超过大多数的基金经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

39

别人恐惧的时候，不要碍着我发财

忽然发现这一篇有点多余，如何买入股票，在前面已经说得够清楚了，况且这主题是最基本的道理，权且当作本篇的总结吧，其实也是当时写目录时的初衷；所要说明的道理虽然简单，但世间万事万物真理往往并不复杂，只是我们少了一颗朴素、简单的心去感受，大道至简本身就是一个真理。既然投资真理并不复杂，如何让其为我所用呢，肯定不是把它复杂化，而是不断强化直至发自内心的接受。

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧；这是巴菲特最让人耳熟能详的名言，相信投资者都听过无数遍；此话最明显的特征是与别人的反应相反，贪婪与恐惧都是人心理的感知，是外界环境带来的心理感受。人与生俱来凡事从自身利害出发考虑，在自然界优胜劣汰的法则下，老祖宗趋利避害才使得我们今天存在这里，要不然人类早成生物链上的牺牲品了。巴菲特这句话分开为两部分来看，本篇所讨论的部分是买入，适用“在别人恐惧时贪婪”这句。

对股市中贪婪与恐惧这种与生俱来的人性，表现得最淋漓尽致，可以说是投资致富最大的阻碍，所以有人说投资者最大的敌人就是自己；若把这种情绪反过来利用，则会变成最好的朋友，这也是前文所说，投资者只能靠自己的原因。“专家”给你一个股票代码没用的，赚钱的根本不是某一只股票，而是掌控这种与生俱来的情绪。很多人就说：“好，我忍着，在恐惧时忍着去贪婪，在贪婪时忍着去恐惧。”这种想法的人问得最多就是这句话“那怎么忍受股票下跌时那种煎熬?”其实搞错了，根本没有理解反过来利用人性的意思，以前强调过无数遍的关键词——性格，这种性格就是下跌到别人恐惧时贪婪，反之亦然。

价值投资对上涨、下跌时人性的原始反应已经打从心底不同了，关键在于不是忍着恐惧去贪婪，这样从本质上与投机客没有区别，心里都一样在害怕，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资的性格就是在此时发自心底的贪婪。自从美国那几位仁兄在梧桐树下交换股票起，几百年来事实无数次证明投资者越恐惧离底部就越接近。涨时看涨、跌时看跌是一种集体无意识倾向，不相信可以看各媒体“明日股市预测调查”，今日如果大涨，多数人认为明天还要涨，今日如果大跌，多数人认为明天还要跌。

其实贪婪与恐惧为什么情绪会反过来，因为目光长短的不同，别人恐惧是因为看到明天还要下跌，我们贪婪是因为看到五年后该资产值多少钱，其实别人并非不知道股票跌了还会上涨，不过账上的变化更能牵动他们的神经，觉得账户上钱的多少才是实实在在的，但是在我们看来这恰恰是镜花水月的，而资产的升值才是实实在在的事实，这种认识基于前面讨论过的对财富的态度。

勇于在别人感到恐惧时买入正在下跌的股票，正是股市致富的机会所在，甚至根本不需要勇气，看明白了道理，是件很自然而然的事，便宜了就买，贵了就卖，这是老太婆都懂的道理，不需要复杂的理论。有人看着 K 线图上的陡坡，顿时望而生畏，但恰恰赚钱的机会就在其中，没有人能阻止在此时买入，除了自己，克服了这个最大的敌人，自己就成为投资上最好的朋友。

别忘了前面说过的，以我们的赚钱标准衡量，此时已经算赚钱了，只要以低估的价格买入好资产就得，之后的事都是非常确定的，赚钱与否就取决于买入资产的这一刻，而不是将来股价涨了多少倍，那个时候实际上往往是该恐惧的时候了。赚钱跟兑现是两个概念，就像上班族每天都在赚钱，但每个月或每年才发一次工资，不能说钱都是发工资那天赚的；同样，股市何时兑现原来赚到的钱不重要，重要的是相信一定会兑现的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

如何卖股票

卖股票远比买股票难，买股票说得简单点，好公司在股价低于内在价值时买进便是，但卖出股票时，总是心里没有买入股票时那般的从容、淡定。因为确实有点怕一旦卖出，指不定要多少年才有机会重新买回来，或者干脆以后再也没机会买回来了。尤其是对成长股更是如此，苏宁电器（002024）、泸州老窖（000568）就是典型，所以对于高成长的企业，在卖出问题上一定要慎之又慎。

尽管我们相信再好的公司内在价值也有限，股价超过内在价值时再好的公司也没有投资价值了；从长期而言，股价肯定是反映企业内在价值的，即是说如果股价远高于内在价值，还是有一天会回归理性，虽然业绩成长可以消除这个问题，但没有安全边际是危险的。尽管中国由于制度设计问题，股市具有很强烈的“中国特色”，但股价长期围绕其内在价值走，这点也是很确定的。

公认的价值投资标杆——贵州茅台（600519），从20元涨到200元，但最终还是跌回到80元，还是处于非周期性行业，金融危机对其影响不大，若是像有色金属、煤炭这类的周期性行业，跌幅就更不必说了。特别注意，有人以此证明价值投资在中国不可行，其实这些人根本就不了解价值投资，在200元还不卖出，不就是在投机吗，还谈什么价值投资，投机亏钱了，得出价值投资在中国行不通的结论，这合理吗？如果非要说是价值投资，那就是长期价值投资，在中国以但斌为代表，当然不只是但斌一人，还有很多私募基金经理是长期价值投资者。

有人会问：“贵州茅台涨到200元我如何确定它被高估了？”当然我们不能盲目认为涨得多就一定是被高估，价值投资一定要懂得估值，尽管个人估值结果不一，但有合理的范围。如果贵州茅台在120元时讨论是否被高估有意义，但涨到200元以上讨论这个意义就不大了，彼时持有贵州茅台的人极少是认为其股价合理的，更多的是抱着投机心理，当然中长期价值投资者也在其中，这时候长期价值投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能与投机客为伍了。

有没有只涨不跌的股票，卖了就很难有机会买回来？确实是有的，在A股也有不少，如云南白药（000538）、恒瑞医药（600276），香港上市的腾讯控股（00700）也符合条件。这种股票的共同特点就是处于非周期行业，卖出后很难再有机会买回来，故在卖出上要特别小心，而最大的风险在于企业成长放缓。需要注意，它们只是在这一刻（2010年3月3日）之前只涨不跌，并不代表以后也能只涨不跌，要是这样我们就不需要那么辛苦地研究公司了，买入这种股票就一劳永逸了，反正永远只涨不跌而且幅度不小。

所以在此要不厌其烦的再次强调，当股价远远超出其内在价值的时候，应该果断卖出。由此必须问：如何卖出？这一章就围绕这个话题展开，像上一篇讲的那样，卖股票打开交易软件就能卖，老太太都懂。卖出的方法及技巧固然也会涉及，但对于价值投资者更重要的是支撑卖出行为背后的投资哲学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40

永远要跟市场作对

人与生俱来就有从众心态，在股市中叫“羊群效应”，一般人都持这个观点：大多数人认为对的就错不了。如果有人提出质疑或不同看法，通常遭遇藐视的眼光“难道大家都错了就你对?”、“那么多专家论证的结果还不如你?”、“这已经是早就盖棺定论的事情了”。基本上会得到这样的回应。这方面中国人表现得更严重，我们每个人从小到大都或多或少地受到过这样的对待，这会使人思想禁锢，大大扼杀人的创造性。导致国人思维狭隘的原因，可以从很多方面分析，自古崇尚权威的文化是关键因素，一个进步的社会肯定也是一个包容的社会，允许与自己“不一样”的人存在。

这个现象资本市场同样屡见不鲜，价值投资者则属于异类，有那么点“异端邪说”的味道，有些人喜欢每天谈论大盘的涨跌、公司重组的消息、最近那一只股票赚了多少等，他们总看不惯别人在那里讲价值、谈理念。谁都知道炒股的人亏多盈少，赚钱的始终是少数，而究竟谁在赚钱，他们共同的特点是什么？这些亏钱的人却从不思考，不思考是亏损者共同的特点，要相信这市场中平庸的人占绝大多数，而有思想深度和坚强意志力并看清楚股市真面目，从而改变投资行为方式，从而赚钱的人永远是少数，这一部分人肯定成为亏损者的“眼中钉”。

这是需要勇气的，当然这个勇气不是说不怕死的勇气，那是匹夫之勇；跟市场作对，市场是不会派人砸你家窗户的，这里所指的勇气是坚持真理的勇气，需要勇气相信跟市场不一样的时候，自己没错是市场错了。因为跟市场对着干，肯定不可能同时都对了，必定有一个对了，另外一个错了，那是谁错了，在投资上我从来不管其他人的看法如何，只坚持做自己认为对的事，当与市场看法不同时，永远坚信自己对了，市场错了。当然，也有可能都对，那是因为角度不同，比如某一行业目前低估但未来看好，我们买入是因为低估，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上涨是因为开始纠错。

人类之所以能够成为这个美丽星球的主人，是因为有大大超越其他物种的大脑，思考能力远远是其他物种无法比拟的，其中不缺少高智商的人，但细心观察会发现，高智商的人往往是小有成就，生活比大多数人惬意，但难成大事。解释这种现象很简单，高智商的人处理事物的能力更强，更能适应和改善生活，这能解释为什么他们比普通人生活得要幸福一些，而恰恰是因为如此，他们对干事业往往缺少韧性和执著，聪明的人不会明知“不可为”而为之，干大事往往是一些“疯子”，缺少理性思考干出来的，马云就是典型的例子。

尽管高智商的人从来都不缺，但有智慧的人永远是少数，很多时候群体性无意识行为，让很多心理学家、社会学家都无法解释，“贾君鹏现象”就是这方面的例子，在股市中有著名的“羊群效应”，无论社会如何进步，盲从的人始终没有减少，反而随着科技的进步，沟通方式的增强而效应更加明显，糟糕的是走在最前面的领头羊，不见得比后面的羊更具理性，反而因为跟上来的羊群数量不断增多而更加疯狂，如此而形成的“大势”其结果无疑要走向灭亡。

顺势而为是投机者的生存之道，无论是基金、券商、上市公司、还是普通投资者都臣服于市场，希望自己的顺从能够得到奖赏，市场在此时往往会大开支票，纸上富贵的“财富”效应让更多人参与进去，随着羊群的不断强大和越走越远，越来越多的羊感觉到危险的存在，开始左顾右盼看看别的羊在干什么，当大家都觉得有危险时，左顾右盼成了每只羊的基本动作，实际上这时候视线把所有的羊连成一副多米诺骨牌，只要有一只羊回头，看着它的羊也会跟着回头，这些羊也有其他视线在它们身上，其他羊的反应也会是一样的回头，泡沫最终难以为继，历史上从来没有一次股市泡沫最后能靠实体经济跟上来，从而冲掉泡沫的，最终结果一定是以泡沫的破灭结束。

价值投资者需要逆势而为，永远是跟市场趋势相反的，当人们在贪婪地买入股票的时候我们在卖出，当人们在恐慌中卖出股票的时候我们却在买入，逆势而为的意思就是当股价下跌到低于内在价值时，在下跌趋势中坚决买入；记得第 37 篇文章讨论过的赚钱标准吗，在我们看来这个时候买入已经算是赚钱了，才不管市场还会如何报价。所以需要等待这种时候的出现，直接把财富收入囊中，就像要夺取一座有又宽又深护城河的城池，强制进攻可能会死伤无数，还不一定攻得下来，就算最后攻下来死伤那么多将士，值不值得还是个问题，对于这样的城池能做的就是死死盯住它，不要让士兵上去送死，待到它出现问题的时候不攻自破，我军只需要以很小的代价就可把它拿下。

这个市场永远不缺少诱惑，在这点上投资者跟官员有点相似，经受不住诱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惑的结果就是坠落，官员会权力“寻租”导致贪污腐败，投资者只能“顺势而为”导致投机取巧，这与要到达的财富彼岸是背道而驰的，只有远离市场的诱惑，与孤独为伍才是投资成功之道，最终做到不受诱惑。与戒烟有点像，如果一个人的烟瘾很大，戒烟的时候周围都是烟民，任凭意志力再坚定也不可能戒得了，只有在无烟的环境中才可把烟瘾戒掉，等到真正戒掉烟瘾以后，周围再多人抽烟也不会对你产生影响了。

如果把股市比喻成一个政权，那么价值投资党可能将来有一天会成为一个大党，但永远不会是执政党，这与价值投资理论有莫大的关系，其理论本身就是以和市场作对为纲领，他们顶多只能够成为谋士或谏言者，但更多的时候起到在野反对党的作用，其态度也可以定位在这么一个基调上，而且长期不需要改变，一旦改变就与价值投资最核心的理念相冲突了，若你想成为一名价值投资者，那就做好成为长期在野反对党员的心理准备吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

41

卖什么股票

很多人认为作为价值投资者卖股票是不坚定的表现，非常类似人在自我满足生理需要，在做的时候有罪恶感，其实这是无知惹的祸。价值投资在股价远高于内在价值时选择卖出，是再合理不过的行为，不这么做才是违反价值投资本义，但这并不代表我反对长期价值投资。想要回答卖什么股票这个问题，先得弄明白一个问题：为什么要卖股票？当然不是因为有很高的收益就选择卖出，真正答案简单得不能再简单，没有必要弄得玄乎其玄，那就是因为股价远超过应有的正常水平，被大大高估了。

其实卖出股票是个苦差事，困难程度远比买入高，如果说买入的原则是买物有所值的东西，那卖出的原则就是卖价超所值的东西，而且是远远超出的，这决定了持有股票有一段很宽的价值区间，我称它为价值通道，而价值通道的宽度视基本面和成长性而定。有的公司会比较宽，有的会较窄，这里面涉及很多东西，比如说公司股本和市值的大小，以往的股价历史等，也都是参考的因素，这其中有一定的投机成分，但就像前面所说，没有纯粹的价值投资，或者说不是理想的投资方法，也没有纯投机性的炒作，就像男人体内有雌性激素，女人体内有雄性激素，只是成分的多寡而已，基本标准可以用顺势而为与逆势而为界定。

凡事都不能死脑筋，得灵活变通，投资也需要审时度势做出对自己有利的选择，这样雪球才能越滚越大。在股票卖出这件事上，卖出不意味着就一定要卖光，可以卖一部分后停下来，事实上风险已经随着卖出的一部分而减少，如果股票没卖完又跌回价值区间，就应该停止卖出。同样卖出后不需要“义无反顾”，也许突然对该公司的看法有转变，赶紧买入已经卖出的那部分股票，也是允许的，但这需要市场给面子，要是已经有五个涨停板，那重新买入只能作罢了。卖出后反悔再买入是极端情况，只为说明灵活应变的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要性，如果常常发生这种事情，那就不是灵活与否的问题，而是态度问题了。

价值投资者在三种情况下卖出：

一、公司基本面发生质变性恶化；最根本的标准是买入理由已经变得不成立了，比如好管理者离职、成本优势不复存在、市场占有率和毛利率下降并不会改善、品牌优势丧失等，不过很多时候这些情况只是投资者庸人自扰之，问题远没有想象的严重，如果确信真实情况正是如此则应该果断卖出。这种卖出是最不好的情况，因为意味着投资失败，什么是投资失败，是不是亏钱了呢?非也。如以上的情况就算赚钱也算失败，因为在最根本的公司层面上，研究结果是错误的，在此基础上进行投资，这个投资从一开始就注定失败，赚钱不能说投资就是成功，只能说市场也犯了错误，负负得正反而赚钱了。在具有中国特色的股市里有“ST 股文化”，越失败的公司价格越高，这也是中国社会文化的投影，不是看一个人的能力有多强，而是看背景有多大，ST 股看的不是基本面，而是背后的大股东实力有多大，有什么资产可以注入。

二、股价远高于内在价值时要卖出，这是最常遇见的情况，应该重点学习，股票卖出是门小艺术，主要集中在这种卖出上，股票有其内在价值并且能够估算，应该在其严重高估时坚决果断卖出，长期价值投资并非理想选择，好公司的股票无论什么价格都可以买入更是荒天下之大谬。道·琼斯工业平均指数：1964 年 12 月 31 日是 874.12 点，1981 年 12 月 21 日是 875.00 点；这是巴菲特 1999 年在太阳谷演讲时提到的数据，记载于《滚雪球》中，这段期间美国经济、《财富》500 强企业销售额分别都扩大了 5 倍，如果像但斌那种什么时候都可以买入，在 874.12 点买入股票，17 年后的 1981 年，请“中国巴菲特”解释一下这种现象。

三、发现了更好的投资标的而卖出，这是最后一种卖出的理由，发现更好的投资标的，使自己的投资组合更优化，是投资者追求的目标，这当然是对的，但应该有充分的事实根据支持行动，需要警惕过犹不及的情况。很多时候出现的状况是投资者追求完美，每天都以哥伦布发现新大陆的心态，乐此不疲地寻找新的投资目标，一旦找到认为是好公司的股票，就卖出现在持有的股票去买入，频繁操作是肯定要不得的；换股与第一种情况均属于非常态情况，若变得常常发生，那肯定是什么地方出了问题，尤其是这第三种情况，牛市的时候一荣俱荣，熊市的时候一损俱损，换股的机会出现也是不多的。

故此，三种情况中常态的是第二种情况，第一种、第三种都不应该时常发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生，而第二种情况往往出现在牛市的时候，这跟与市场作对的立场是一致的。我们必须守着这篮子“鸡蛋”，用心好好看护着，不要三心二意，谁都知道市场有周期性，我们无法左右这个周期，但却可以利用它，市场先生不定时会陷入疯狂，我们不知道他何时会疯狂，但却知道一定会疯狂，这篮子“鸡蛋”正在等着他疯狂，但前提是在他疯狂之前，不能把篮子打翻，看好“鸡蛋”很简单，可要防止三心二意却不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

42

永远不要一次性卖出

与此文相对应的是《34 永远不要一次性买进》，分别讲分批买入、卖出的姐妹篇，原先准备按图索骥地把第 34 篇文章的“骨架”拿过来用，反正那篇好像挺受欢迎的，把内容套成卖出的就完事了；想想如此“盗版”也不好，否则这篇也没有存在的必要了，按第 34 篇文章中的买入理论读者完全可以自己摸索出卖出的道理，因此作罢。可这篇要讲什么与第 34 篇文章不一样的东西，理论是一样的，讲不一样的东西要么冲突，要么言不及义，折中的办法就是只管说明主题，不去考虑跟第 34 篇文章是否重复。其实有的书从头到尾就讲一个理念，整本书读了之后总结下来就几句话，但我力求避免内容重复，希望每篇都有新的东西，不过 20 多万字不可能每句话都是新鲜的，有重复的地方一般会加以“前面说过”这样的说明。

价值投资就是逆势而为或者说顺势而取，在第 34 篇文章中反复讲到要买在 V 字形的左侧，价值投资其实就是以左侧为伴，在卖出的时候同样是以左侧为伴，不过不是 V 字形，而是 A 字形；这个 A 字其实有点意思，中间偏上的这一横好像在提醒投资者：莫贪心，横线以下才是你的利润，要学会止盈让利，横线以上到山峰这一段是投机者的“剩宴”，是价值投资的卖出时段。价值投资者可以把这个 A 字做成图片放在办公室里，时刻可以用这个字母提醒自己，慢慢地改变自己内心错误的贪婪方式，换句话说投资者有贪婪的心本身并没有错，但不能让这贪婪的心导致做蠢事。

为什么要卖在 A 字形左侧，为什么要在一段区间内卖出？这是两个必须回答的问题，要回答这两个问题，还是要从我们对价值投资的理解说起，如果股价远高于其应有的内在价值就应该卖出，至于为什么要这样做前面已经说得非常清楚了，这直接构成在股价上涨超过可接受范围，暨 A 字形左侧横线上方就会卖出的理由。当然，在 A 字形左侧卖出最功利的理由，这样才能符合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益最大化，股价上涨过程中无法分清是调整还是行情反转，所以必须把这不确定性排除到投资之外，方法就是以内在价值来指导卖出，而非技术分析。分批卖出也是为了投资收益最大化，因为在趋势上涨过程中卖出，往往是越卖股价越涨，如果在股价涨到卖出的价位时就一次性卖出，后面可能还有一大段的上涨幅度，分批卖出可以更好地享受到投资收益，诚然，分批卖出从性质上有投机成分，但请你相信纯粹的价值投资不是一个发家致富的好主意。

解决了以上两个问题，接下来的问题就是分几批卖出？首先我们确定卖出会发生在 A 字形的左侧横线上方这一段，而在这一段价格区间采用的是分批卖出的方式，同买入时的做法一样，分批卖出里最理想的卖出点为 5 个，当然这是可以灵活掌握的，如果当时的情况你认为行情反转在即，一次性把所有股票都卖出去，也不见得就是错的，当然这也证明了你不够淡定，而且比较贪婪，如果遇到这种情况，最好是接受股价跌回合理价值区间以内，无须急于卖出，这种态度可以在股价真正疯狂时赚得更多。

本篇开篇明义地说卖出远比买入更困难，买入股票的时候有压力，卖出的时候压力更是可想而知，对付买入股票时的压力，以分批应对之，卖出时也同样，这是一个再好不过的方法，分批卖出可以大大降低所承受的压力，还要配合卖出不一定非得整体卖出，这个灵活的思路；如果有 100 手股票，先卖出 10 手，然后在合适的点位再卖出 20 手，这时候突然间有新想法，那也可以就此停住，手里只拿这 70 手的股票，相比之一次性把 100 手都卖出的决定，心理压力肯定要小很多，更重要的是随后该股若继续上涨，不会产生太大的心理冲击。

从这个意义上，分批卖出是防止后悔的良方，可以让投资生活更轻松惬意一些，从而保持长期稳定的心态，对一个价值投资者心态太重要了，比钱还重要得多。对价值投资来说有“三板斧”：基数、增长率、时间，几乎所有的事都是围绕此展开的，后面谈到复利的时候会专门对此作深入的讨论，这里只说心态就是服务于时间的。

最后还有两个问题要解决，一是卖出后股价还涨怎么办？二是卖出未完毕股价就跌下来怎么办？

对于第一个问题，卖出股票要放弃总想卖在最高点的心态，跟第 34 篇文章中想买在最低点一样要不得，这种想法像有毒的花，毒性越强越漂亮，看似美丽实则危险，想卖在最高点的想法看似积极实则非常消极，会带来巨大无比的心理压力，要求自己完成一个根本不现实的任务。只要股价涨过价值通道上方就准备卖出，而没有要卖在最高点的想法，在 A 字形左侧横线上方分批卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出，至于卖出后股价还上涨了多少，那已经事不关己了，那一段利润本来就不应该赚，分批卖出已经占到便宜了，但不要贪心到想把便宜占尽。不是我的钱不入我的袋，只赚那部分属于自己的钱，其他的让投机者去发财，如果他能在我卖出股票时买入，并且赚到同样多的利润后全身而退，我会衷心地恭喜他，但可能也要自我检讨了。不过有一点是肯定的，赚到的钱虽一样多，差别是一个坐享其成，一个虎口拔牙。

对于第二个问题，卖出未完毕股价就跌下来怎么办？方法与第 34 篇文章中所说的也是一样，做投资一定要灵活主动，价值投资的精髓就在于以不变应万变，但在技巧上却以追求应变能力为目标，在这点上国内做得好的就是王亚伟。假设还未完全卖出就跌下来，那就停止卖出嘛，这正印证了我们的投资理念，还记得我们为什么卖出股票吗，不是我们想要卖出，而是被市场的疯狂报价逼得不得已要卖出，股价再次跌回应有的价值区间，也就没有必要卖出了，这正是我们想要的。

分批卖出与分批买入一样，可以多给自己一些思考的时间，很多时候做事情都是在经验的指导下快速进行，以至于有点条件反射式了，因为客观条件没有让你有充分思考的时间，等事情刚刚做完马上就想通了，其实本来某某做法会更合理、有效，我本人的临场应变能力比较弱，做事情需要有充足的思考时间，而股票的卖出并不要求我要在某一时刻快速决定，确切地说是价值投资风格，有充足的时间为什么不慢慢来，充分思考后再谨慎做出决定呢？

通常情况下卖出的过程，应该连续和有节奏较好，在价值区间上方根据情况，分 5 批并控制卖出节奏，运气最好是在整个 A 字形左侧顶端分 5 批平均卖出，如果分别卖在 A 字形左侧横线上方至顶点之间 5 个均点，这是最理想的状况。当然只是卖出标准的相对参考，没有必要硬性要求自己达到此标准，只要大致朝这个方面就行，可以随意一点，本身卖出的每个点都已经赚钱了，别想着要赚尽最后一分钱的利润。

最后同样要说，此卖出方法不仅适合大资金，同样适合小资金，也可以起到减轻操作压力的作用，有效地执行投资决策，并使收益尽可能的最大化，但同时也要谨防分批卖出成为贪婪的借口，嘴上说要分批卖出，但每个点相隔有不切实际的距离，比如说内在价值 10 元的股票，30 元就应该坚决开始卖出了，但卖出两成之后，第二个点选在 50 元，肯定是不合适的，比较正常的做法应该是 29 元、35 元、39 元、45 元、49 元，在股价涨到 49 元的时候应该就卖完了，如此才是正常的，要是该股后市涨到 80 元，这已经不关你的事了，不能认为“踏空”了 30 元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

43

价值投资并非长期持有

经过前面的讨论，本文好像已经没存在的必要了，不过既然原来拟好的目录，那就谈谈吧，我可不想阁下读完本书后成为一名“长期价值投资者”，那样应该去读但斌的《时间的玫瑰》；当然我不是说长期价值投资完全不合理，只是说如果你想成为专业投资者，或在投资界做出点成绩，那么长期价值投资只能害了你。其适合于风险偏好低、收益预期低的非专业投资者，像白领或公务员之类的人，对股票又不了解，平时又懒得学习投资的人，最合适长期价值投资；他们不是追求今年赚多少钱、明年赚多少钱，而是准备给孩子做教育基金或为其将来买房子，也可以为将来自己退休的生活保障做储蓄型投资。

对于普通人而言，如果长期把收入的一部分固定投入到股市，有点类似于交社保的形式，待到他们退休时，会变得相当富有；我敢笃定地说只要长期把钱配置到那些公认的好公司上，将来的收益肯定高于社保、国债、银行储蓄，甚至高于大多数基金产品和指数型基金。许多基金经理事实上跟散户没什么不同，听消息、炒内幕、猜重组，每天在那里追涨杀跌快进快出，其实质就是一个“专业大散户”，特别像私募基金优良程度参差不齐，收益差距巨大，选到好的资产管理者很大程度上也是靠运气的，无论阳光私募还是“地下”私募都是如此。另外，投资者参与门槛也很高，服务不是面对普通老百姓的理财需要，那些说自己是私募，收会员费或几万块也行的基本上全都是骗子，他们甚至连“市盈率”都不知道是什么，资产和净资产都分不清楚，面对这样的投资理财环境，长期价值投资也许是老百姓投资理财的好选择，但我不大赞同专业基金经理人采用长期价值投资。

除长期价值投资外，还有一种普通人的投资选择，那就是房地产。房地产投资与股票投资的关系，其实投机股票或一年以内的持有股票与房地产没有太大的可比性，确切说是没有比较的必要，差别太明显了，大家都知道没什么好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说的。但长期价值投资与房地产两者有很强可比性，股票与房地产都是资产，不过房地产除了有投资属性外，还有消费属性，与股票最大的不同，在于企业和房子的长期价值趋势。企业会不断的发展壮大长期看是增值的，并非说企业不会倒闭，只是单单讲“价值属性”，当然，本书就是在教你如何避免投资会倒闭的企业；房子会不断老化长期看是贬值的，尤其是在中国，现在最长的房产权是 70 年，换句话说 70 年后房子就不是你的了；有人会认为土地保值这观点是没错的，错的是这土地也不是你的，至少在中国现在的政策是如此，就是你现在住的地方，也只有房子是你的，法律上土地还是国家的，你只拥有土地的使用权，还谈何土地保值、增值呢，这只是投机客在骗傻瓜的驴话。

另外，企业会源源不断地产生现金流，基因优秀的企业会不断地分红派息，但房子本身并不产生价值，只有租出去了就会产生现金流，区别在于一个是主动产生现金流，一个是被动产生现金流。房地产一般都是长期投资的多，与长期价值投资相比，根本在于标的物属性不一样，出资方式也有所不同，房子很少有人会全额付款，尤其是投资性购房更是如此，一般需要首付 2～3 成的房款，之后再慢慢归还银行的贷款，注意银行这钱可不是无偿借给你用的，要收利息的，同时相关政策的影响非常大，不同时期政府、房地产商、银行对于购房者的政策和态度大相径庭，可参考 2007 年到 2009 年的变化，房价波动也是剧烈，从而对投资能力要求也比较高；长期价值投资没有这些问题，这是它相对于房地产投资的优势。

本文标题所指的投资是价值投资，但不是长期价值投资，我假设你读本书是想成为一名专业的投资者，而不是以白领理财为目的，如果那样只能说你选错书了，相信你分得清楚什么是理财、什么是投资；投机更不可能是本篇标题所指的范畴，他们每天都在买卖股票，还用得着跟他们说什么需要卖出的话吗？此外，我们的投资方法与一般的价值投资也有所区别，本书同样不是以教人学懂价值投资为目的，而是提出自己开创性的价值投资方法，其中价值、成长与趋势都是中心概念，与长期价值投资显著区别在于股价到了严重泡沫阶段的处理态度。

前面说过对高价卖出股票，我们相信股票肯定会回归理性，一定有机会在低价再买回来，但是我们不知道什么时候会跌回内在价格以下，我可以给你举出很多的例子来证明这个说法，但我并不想这么做，我只希望你相信这是真的。但这绝对不能成为轻易卖出的理由，谨记千万不要矫枉过正，对于股票的卖出还是需要慎之又慎才是。

有“中国巴菲特”之称的长期价值投资者，东方港湾投资管理有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事总经理但斌操盘的私募集合资产管理计划，产品名称“东方港湾马拉松”由2007年2月的单位净值100元开始马拉松，他信奉的是只要好公司，其股票无论什么价格都可以买，无论什么价格都不会卖的长期持有策略，在2007年那波疯狂的牛市中，顺势推出《时间的玫瑰》一书，瞬时声名鹊起；基金单位净值最高到了2007年10月“登顶”202.66元，其后振荡向下，直到2008年11月达到“谷底”61.36元，无论是时间或幅度上与大盘基本一致，这与其主要配置大盘蓝筹股有很大关系，不仅2007年的“革命成果”全没了，还亏损四成本金；其后同样随着大盘的上涨而该基金产品单位净值稳步上扬，到目前2010年1月15日已经回到初始值以上的116.79元，三年来牛熊交替加上通货膨胀的复利影响，2007年100元跟现在的116元也差不了多少了，坐了一回财富过山车，恍如梦一场，其实这何尝不是我们的人生呢。这些数据都来源于网络，可靠性不是百分之百的，在这里举这个例子不为数落但斌先生的坚守，也不是说长期价值投资毫无用处，在这里只为说明长期价值投资不是作为专业投资者的理想选择，像上面说了我认为其适合某一部分人群，而且买入价格依然是很重要的。

当别人恐惧时我贪婪，当别人贪婪时我恐惧；这是巴菲特的名言，最粗俗的解释是：别人都在卖出时我要买入，别人都在买入时我要卖出。长期价值投资者不卖出那么只有前者而没有后者，但斌的价值投资方法两样都没有，连这么基本的东西都与巴菲特相违背，还号称学习巴菲特，还被认为是在中国复制巴菲特最成功的人，冠以“中国巴菲特”，从这件事情上，我开始怀疑“大众的眼睛是雪亮的”这句话，尤其在中国。

其实我本人非常敬重有信仰并执著去付诸实践的人，哪怕他的信仰错了，哪怕他最终失败了，我同样欣赏他，中国人的品质中就缺少这个。我相信从长远上看，但斌的投资方法也可以赚到不菲的投资回报，正所谓条条大路通罗马，但这条绝对不是最理想的选择。1929年的大萧条美股泡沫破灭、1989年的日本经济神话破灭、1999年的纳斯达克科技股泡沫破灭，从最高点跌落下来，损失都不是10年、20年可以弥补掉的，注意这是指数而不是个股，指数意味着还不断有新的股票加入，并对所有个股具有广泛代表性。长期价值投资者喜欢说，假如从什么时候买多少钱某只股票，现在会达到多少钱云云，这跟假如昨天知道福利彩票会开什么号码，今天会赚多少钱一样的幼稚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

44

股价波动再正常不过

我们世世代代繁衍生息的这个星球，孕育了无数的物种，这一切是在地球不断“进化”中完成的，最主要是气候的变化，天气是变幻莫测的，有晴天、阴天、雨天；每一天都有白天黑夜，每一年都有春夏秋冬四季，伴随其中的是有很多自然灾害现象，地震、冰雹、台风、海啸、干旱等，尽管一年365天除了严寒、酷暑、下雨天外，好天气差不多只占一半，但三岁小孩都知道这正常着呢，地球不会停止转动。股市其实跟天气非常相似，有时候也会出现“人为自然灾害”，但全世界到目前为止，还没有一次股灾使股市倒闭的案例，真想知道股票下跌有什么好害怕的，没有比股价波动还要正常的了。

既然股市波动与自然界变化一样正常，那害怕的理由除非你相信玛雅预言，公元2012年真的是世界末日，相信此说法的人很幼稚，极少有成功人士，因为他们对未来都是充满信心的，也没空理会这般无聊的话；对于价值投资者来讲，对未来的信心是提到信仰高度上的，为什么需要这样前面已经解释了。纵然2012年真的是世界末日又有什么好怕的呢，我是不会怕的，因为即使我害怕而卖光所有股票，到了2012年钱还有用吗？没有意义了，要钱干嘛呢？如果我努力能攒足10亿欧元，能买新诺亚方舟的船票，那就该紧张了，不然明知道死定了，还有什么好怕呢？坦然面对反而可以多活两年自在日子，不然每天都在担惊受怕中活两年够受的，最后还不是一样要死；当然如果想趁着2012年之前，把股票卖了拿钱“潇洒走一回”那倒也无可厚非，只是此时大家都不会为别人服务了，所有人也知道死定了，工作已经没意义了，钱此时已无人认可了，经济会彻底崩溃。

股价为什么会波动？这个问题挺有意思，可以很深入地研究其原因，然后写一篇很长的论文，这属于学术范畴的事，对投资没有什么裨益，最本质的东西知道就行，那就是有人买就会上涨，有人卖就会下跌，有人在买、有人在卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会波动。盘面上可分为买盘和卖盘，也称外盘和内盘，投资者可主动成交也可被动成交，被动成交一定是把价格挂在对自己有利的方向，买入的即挂在外盘，卖出的即挂在内盘；可当大家认定股价趋势方向作出判断之后，就会更加主动地买卖，当外盘最高一档价格或内盘最低一档价格被“消化”，就会往后面一档价格继续“消化”，正在“消化”的价格即为股价，这就形成了每日的股价波动。股价是有记忆性的，否则无法解释股价的大趋势，这些记忆以K线图的形式被储存起来，被人的主观判断加以运用，每个人的主观判断结果反映到股价中，从而形成今日的行情，基本看法不会每天都变化，长此以往形成大的趋势，即是说大趋势是以大多数人认同的方向在运动。

股价的波动大致可分系统性波动和个股波动，系统性波动是指个股走势，在市场大趋势的影响下大范围的上涨或下跌，这样的走势运动从长期而言，构成了所谓的牛市和熊市，个股波动是股票受自身短期供求关系影响而形成的波动，而中期一般受题材、地区、行业、政策、资产重组、业绩预期等的影响，长期则是其基本面决定股价走势；价值投资专注于基本面研究，从这样的认识上，可知道我们的投资周期长短。不能研究后，认为基本面良好，短线介入希望股价暴涨，两者没有直接对应的关系，可有人确实这么做了。

系统性波动和个股波动不是相互独立，而是相互作用的，系统性波动会在短期内影响个股的波动，所以大盘上涨全盘皆红，而下跌则全盘皆绿，大盘的上涨、下跌最简单的看法就是涨多了就跌，跌多了就涨。从一段相对长的期间看，个股走势是基本面决定的，如果经济景气，公司业绩也会普遍良好，则会大范围推高股价，从而推升大盘指数，这是长期股票指数上涨最根本的动力，所有公司的基本面综合成大盘指数的“基本面”；所以从长期看指数的上涨与宏观经济是密切相关的，按经验判断股票指数周期一般要比宏观经济周期领先半年左右，按我的观察，“中国周期”又领先于“世界周期”半年左右，即是说股票领先世界半年，实体经济也领先世界半年，我国A股触底世界经济一年后就会触底。

其实说了这么多，只是想让你知道股价波动没什么可大惊小怪的，就跟大自然的变化一样正常，哪一天大自然停止运动了，才叫人恐怖，那才是不正常的，股价波动道理也一样。无论是系统性波动还是个股波动，如果在价值通道中波动，对我们来说没有什么意义，假设一只股票的价值通道是8~15元，那么股价从10元涨到14元，又从14元跌到9元，这有什么关系呢？需要学会忽视这种小波动，且千万别想着在14元卖出，待到9元再买回来，岂不是占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便宜了，此想法十分愚蠢。

明白了这个道理，如果现在股价在合理的价值区间，无论涨停了还是跌停了，让股价影响到心情是不是很傻。举个例子，如果你结婚时买了一套200万元的房子，当时是作过深思熟虑，认同这套房子的价值，从那天起你有了自己的家，有相爱的另一半，有体面的工作或自己的事业，这样的生活应该是挺幸福的，需要的是发展事业和享受温馨的生活，一般人不会每天打听这套房子今天涨了多少，要是你每天早上开门去上班，家门口老站着一个人，提醒你今天这房子涨了2%或跌了1%，相信再好脾气的人也不会忍受他超过一个月，通常是让保安把他请走，肯定不想每天听他说这些无聊的话，更不会感到上涨的喜悦或下跌的恐惧。原因很简单，今天不想卖这套房子，也许就从没打算过要卖，房价小波动根本没兴趣知道，当然，如果有人现在出价2 000万元，那又是另外一回事。

天下间会不会有200万元的房子有人愿意出价2 000万元接手，房子不作讨论，股市的确有这样的事，而且并不稀罕，只要市场画的饼足够大，想象空间对这类股票很重要，但我觉得有想象力去做艺术家也许更合适。另外，出现上涨10倍的股票不是一天、两天的事，A股有涨跌停板制度，除非上市第一天或重组复牌，否则一天限制上涨幅度为10%；故此，大部分时间股价都在正常的范围内波动，一般的波动大可不必理会，因为200万元的股票明天收盘最高报价也只有220万元，离需要关注的价格还很远。

很多人好奇专业投资人每天都在做些什么，他们习惯性的想象，专业人员每天就是打开股票软件，然后目不转睛地盯着，随时注意着各种消息。别人的习惯我不是很清楚，我有时候上班都忘了打开股票软件，交易软件打开得更少，有时候听到同事说股市大跌了，才发现还没打开股票软件，随便打开看一下跌成什么样了，当然像我这样“慵懒”的毕竟还是少数。

一天到晚不看股票都在做什么？那就多了，有时候看看报纸，无论是《南方都市报》、《上海证券报》还是《21CN经济报导》，不过我不太喜欢看财经新闻特别是股市信息，比较喜欢看社会新闻、社论、专栏文章，这方面《南方周末》是我的最爱。有时候关注一下时政大事件，有时候上社区论坛灌水，比较喜欢上天涯社区，有时候看看电影或关注一下“春哥”、“凤姐”、“犀利哥”这类，也可以乐上好半天，最近则比较喜欢上新浪微博，这是“非官方”说法。

“官方”说法是把时间用在研究企业基本面上，深入地分析企业的方方面面，了解得越彻底，对投资就越有利，给企业估值有方法可循，但还得依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赖对企业的熟悉，如果了解一家企业大概是一周时间，1 个月大概可以了解 4 家，而 1 年除了过节和休假外，基本上也就了解 40 家左右，注意只是了解而非熟悉，了解过后不意味着就完事了，以后要不断对其加深了解，1 年了解 40 家企业已经够忙了，过后上市公司年报又出来了，周而复始有做不完的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

45

股票赚钱靠品德

一个人的智商是极其重要的，这个毋庸置疑，同一件事情交给聪明人做和交给笨蛋做，结果会完全不同，人们都希望跟聪明人一起共事，尽量避免自己的团队中有笨蛋，聪明人即是所谓的高智商者，同时又包含了点情商。什么是智商？很多人对此概念较为模糊。智商由五个基本要素组成，分别为：观察力、注意力、记忆力、思维力、想象力；智商对一个人非常重要，但在股市中偏偏并非如此，智商在此的重要程度退居次要位置。

世上高智商的人很多，但有智慧的人却寥寥，投资不需要懂高等数学微积分，智商在投资领域能够发挥的作用相对有限，尽管有但并非决定性因素；诚然，这是针对价值投资而言，投机对智商的要求那就要高得多了。反之，品德却是智慧的根基，待人以宽是良好的品德，只有智慧之人才知道以宽待人，自己可以得到的更多，斤斤计较的结果只能够害人害己，以高智商的眼界却看不到这点。

品德是一个有意思的词汇，简单以望文生义的解释可以是品质道德，即是指遵循社会道德规范，而行动上表现出稳定的特征，通俗的解释可以认为是把道德规范化入人格品质之中，从而做到孔夫子之“从心所欲，不逾矩”的状态。如何理解这句话呢？可以认为是内心的行为准则合乎社会道德标准的要求了，内外已经做到一致，所以心可以随便想怎么做就怎么做，而不会逾越外在的社会道德标准。

本文提出倚仗品德意欲何为？当然这里谈的不是社会品德，而是投资品德，确切地说是价值投资的品德，但品德本身的含义是不变的，把正确的价值投资规范注入人格品质之中，这种境界就是价值投资的“从心所欲，不逾矩”，前面若隐若现提过无数次以此为追求，细心的读者一定会发现。有了这种人格品质，看到股票在涨不会有半点想要追涨的冲动，不用丝毫的克制和忍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐，本身的性格就厌恶做这种事，自然对股价上涨也就熟视无睹、提不起兴趣了，学习价值投资的过程就是一个塑造投资品德的系统工程。

系统工程中很重要的一项措施，就是认清股票的本质、以平常心态对待，做到这样离赚钱就不远了，欲擒故纵才是高手，把自己钻进钱眼的，最后反而赚不到钱，股市就是这么奇怪的地方。工程另外的一项措施，前面讲过的赚钱标准和态度，一夜暴富不是价值投资的追求，想要的是以复利的形式让财富年复一年积累，用一生的时间伴随财富的不断增长，镜中花水中月的财富没有意义，甚至都不能称之为财富。

俗话说发财立品，股市奇怪的地方，就是相反要立品发财；很多人在聚敛财富过程中，或多或少干过见不得人的事，完全遵守社会秩序和道德标准的人很难掘得第一桶金，往往第一桶金的掘得，连法律禁区都要踩一踩，非得走一下“雷区”不可，特别中国大背景下更是如此，所以富豪榜会成为“杀猪榜”。等到走过“雷区”有身价后，就不愿意再干那些原来的勾当了，现在要的是安全感，自然而然地想洗干净上岸，上了岸开始想得到别人的认同和尊敬，只是暴发户可不行，得有学识和人品，粗俗一点说得有范儿，开始讲仁义道德了。但在价值投资恰恰相反，得先立了品才能发财，这里的“品”即是品德，指的自然是价值投资品德。

说到底豁达的人生观和正确的财富观，才是支撑我们走得长远的根本，当然这已经超过投资范畴在讲投资，但我认为价值投资就是一门人生哲学，所以看《滚雪球》和《论语》也都是对投资的学习，都是以“先锋模范”作为自己灵魂的锻造手段，让自己更具备一个成熟价值投资者的品德。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

46

别人贪婪的时候，不要碍着人家发财

本文是《39 别人恐惧的时候，不要碍着我发财》的姐妹篇，第 39 篇文章已经觉得有点多余了，现在还多了一篇她的姐妹篇，那不是更多余，可以这么看没错，不过你大可放心，在内容上不会用第 39 篇文章照套，能给出一些新的观点，从这个角度看并不多余。本书从头到尾由几十个核心理念组成，我可以把这几十个核心理念浓缩成一篇文章，但显然无论写得多么好，都无法把投机客改造成价值投资者，“改造”一词在国人的记忆中可不是什么好词，但在此请允许我用这个词来形容，原因是找不到更贴切的词汇了；当然，写成书读者也不见得就能成为价值投资者，但几率更大一点吧，很多时候做事的态度就是——尽人事，听天命；随缘吧！

其实还是像第 39 篇文章说的，真理往往是很简单的，大道至简在价值投资上表现得淋漓尽致，可人们往往把简单的事情复杂化，这是非常要不得的坏习惯。比如“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”就是一句简单的话，所包含的道理每个价值投资者都知道，但这并不表示他们会按这个道理行事，本书要做的事情之一，就是把这个大家都知道的道理彻底贯彻到实际投资中去。

华尔街擦鞋童的故事相信每个投资者都听过，这个故事告诉我们，在所有人都对股票狂热的时候就应该是离场的时候。几百年来无数的股市例子，像铁一般的证明投资者越贪婪越接近行情顶部，越狂热越达到行情反转的临界点。离我们最近的例子就是 2007 年 7 月 ~10 月那段时间，狂热程度到了一种全民皆股的地步，发财似乎简单到开个户买了股票就行。当然，整个 2007 年所有人都非常狂热，只是到“5·30”那一波调整后更加疯狂，都相信股市能涨上 10 000 点，那时候很多人相信 A 股能有十年牛市；十年牛市本身并非天方夜谭，许多国家的股市都有随着经济腾飞而十年向好的历史，但一定是与实体经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济同步上升相匹配的，中国股市中投机者鼓吹的十年牛市，问题在于股市的上涨与实体经济并不同步，不以实体经济而依靠泡沫支撑股市十年上涨，在世界股票历史上却是鲜见。

同第39篇文章所说的一样，贪婪与恐惧是由于眼光长短不同，他们贪婪是因为看到并相信至少明天股价还能涨，我们恐惧是因为看到价格与价值的背离，股价已经没有任何安全边际可言，大大超过了应有的内在价值水平，价格已经突破了内在价值区间，诱惑超出了我们持有股票动机能抵挡的范围，有人正以“天价”想买入我们手中的股票。这个时候应该与人方便、与己方便，把股票让给他们，因为他们想赚明天股票上涨的钱，而我们不想赚那钱，尽管我们也知道明天股价还会上涨。

敢于在每个人都贪婪时卖出股票，是价值投资性格最重要的品质，也是最难形成的品质。对很多初具价值投资性格的人来说，可以面对股票不断上涨而不为之所动，丝毫没有想买入的冲动，但要把正在上涨中的股票卖掉，则是一件非常困难的事情。这是可以理解的，但事实证明上涨越疯狂往往离顶部就越近，而你又永远不知道顶部在那里，也许就在不舍得卖出的第二天。有时下跌会后悔，原来某天想卖出而没卖出，打算股价再反弹至原来的水平就卖出，一天、一周甚至一个月的下跌，也许被认定是中期调整不会卖出，可接下来的几个月还是一样跌跌不休，一轮行情的周期已经结束，股价早已经跌回到合理的水平，还好由于买在安全边际以内，不至于亏损，但是原本可以赚得更多。

所以需要树立这样的观念：在股市中只赚取该我们赚取的那一部分利润，后面超过的那部分留着给贪婪的人去发财，该赚的利润就是价值区间上限以下部分。在投资上切记千万不要有不切实际的预期回报，并以此要求自己，急功近利会让自己走向投机。从买入到卖出正常情况下有三倍收益，还是周期是以年计算的，想以月甚至周计算则完全不现实。投资者能做的就是在合理的价格买入，至于股票什么时候涨谁也不知道。正常情况下几年有一个周期就不错了，要知道小的波动周期对我们并无意义，而大周期正常需要几年时间，这也决定了正常情况下，持股周期都是需要几年时间的。

在此有必要再次强调一个理念，在市场疯狂的时候卖出所钟爱的股票，要相信一定有机会再买回来。因为价值投资相信长期而言，股价一定是围绕着内在价值运动，当市场出现泡沫时，所有股票价格都处在不合理的高位，肯定不具备可持久性，泡沫肯定会以破灭告终，而非公司业绩提升冲抵泡沫。这也成为了在股价远远被高估时，卖出伟大公司股票的底气，在对待成长股卖出问题上，还是要慎之又慎，成长性越高，越难达到卖出要求，而这种股票卖出有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候很难再有机会介入。

最后一个问题：假如在卖出后该股再涨三倍怎么办？回答这个问题要反问两个问题：一、你认为赚到钱没有？二、你认为该不该赚尽最后一分钱？第一个问题很显然已经赚到钱了；关键是第二个问题，如果你的回答是肯定的，那本书算是白看了，更大的重点在于，我没本事教你如何去赚尽那最后一分钱。你有两个选择，要么改变这个不切实际的想法，要么放弃价值投资，我可以肯定地跟你保证，价值投资没有办法赚尽最后一分钱；如果选择改变想法，那么就可以尝试着先改变看法，即卖出后股价再涨三倍那不是你错了，你已经做了应该做的事情，原因在于市场错了，不该给出这么疯狂的报价，就像疯子行动不按常理出牌，但我们不能跟着不按常理出牌，一样的道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六篇

投资以信仰制胜

事实上价值投资很简单，选股标准可以在50条之内讲清楚，加上财务知识就可以整装上阵了，其余的可在实践中慢慢学习、体会；同时价值投资又很难，难就难在如何“反人性”上，即是改造与生俱来贪婪与恐惧的天性，也有少数人生来就有价值投资的性格，另一类人只要稍加“点化”就能领悟，可大多数人是需要性格改造的。大费周折只为四个问题：买什么股票？什么时候买？如何持有？什么时候卖出？看似简单背后却投射出投资思想；大道至简，最伟大和最失败的投资者就在这四个问题上表现不同。本书侧重解决难的层面，即投资思想的问题，目标是将价值投资的理念内化成性格，以前反复强调投资不是约束自己不去投机，而是根本没兴趣投机，不是强迫自己持有，而是打心眼里没到条件成熟根本不想卖出。

从本书动笔开始写的时候，原本的重点就要放在价值投资信仰，本章或许很多人觉得比较务虚，离投资的实际操作很遥远，抽象而且空洞无物，甚至有点“乌托邦”的味道；我却不这么觉得，若说这才是价值投资中最重要的部分，多数人肯定不以为然，但假如阁下已在股市浸淫多年，并对价值投资有较深切体会，就会相信真是如此。

本篇所讨论的是价值投资最根本的东西，如果没有对投资方法、国家未来、股市未来和股票估值百分之百的信心，无法想象这套理论如何能立得住脚。如果股市十年后会关门大吉，那就没有所谓的价值投资可言，尽管价值投资的方法依然可以使用，但从根子里已经不是原来那回事了，从本质上失去了价值投资的根基，现在就要深入看一看，价值投资究竟以何物为基础而屹立，究其竟，磐石就是对投资的信仰。

中国是个信仰缺失的时代，现代国人大多已经没有信仰，无论对宗教抑或社会理想都没有，但有信仰的人知道，其有巨大的威力，没有体会的人根本无法想象，外人看不懂他们的力量从何而来，但确确实实改造了原有事实。在此基础上延伸出的便是自信，一种无所畏惧的自信，在此讨论的自信，当然是在投资领域的自信，对自己所认定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一切深信不疑，无论外界如何变化，都以自己的投资思想去应对，有勇气根据客观、深入的分析判断，做出投资决策然后付诸实际行动，早年沃伦·巴菲特投资 GEICO 公司就是一个好例子，彼时他的价值投资思想刚刚形成。

今天的世界和以往任何时代都不同，每一个人都深切地感受到这种变化，若说最大的变化是什么，那就是变化本身速度加快了。古时候的人可没有“潮流”的概念，一个朝代几百年里几十代人都穿着同样的服饰，他们不认为这有丝毫问题，实际上也没有问题，但放在今天这完全无法想象。

世界变化太快，我们要如何应对？几乎所有人都说要加快速度，跟上世界变化的速度，当努力过后往往发现，很难跟得上世界的脚步，网络上不知什么时候创新出“你 OUT 了”，意为你落伍了，现在若说：“你落伍了”本身就已经落伍了，得会用 OUT，事实上网络聚合了所有人的脑力，以创新为导向，使得世界更加提速了，随着科技的进步，可以想象将来的速度只会越来越快。在其他领域不敢妄加评论，确实有些行业需要加快速度取胜，金融行业向来以速度见长，因此有人恨不得给自己装上一台涡轮发动机，但价值投资并非如此，不应该随波逐流跟大潮，而要定睛于确定不变的本质，这正是眼下所要讨论的话题，守着这沧海一粟足矣！

有句谚语叫“双鸟在林不如一鸟在手”，意思是好东西要属于自己的才行，股票每天都有涨停的，行业每天都有热点，板块每天都在轮动，但根本不知道今天会轮到谁家，这样干瞪眼看着有什么意思呢？与其临渊羡鱼，不如退而结网。这是实干主义者常常挂在嘴边的一句话，既然每天盯着大盘看着股涨股落，不如坐下来好好想想如何赚到钱吧。我有个同事最近老在说“云计算”将会如何风起云涌，听得烦了回应之：“对于 IT 行业我的理解比你深刻得多，别忘了我是读这个专业的，我丝毫不怀疑云计算会带来第二次互联网革命，但问题是作为投资人能从中捞到什么，再说 A 股也没有这方面的上市公司，华东电脑（600850）和浪潮信息（000977）只是牵强附会”。

价值投资所做的事情看起来，永远都只是千篇一律地重复，因为致力于其核心不变的本质，以不变应万变才是价值投资的制胜法宝，投资信仰从最根本上指导投资行动，现在需要做的是让自己相信这才是投资赚钱的有效手段，并且持之以恒地在实践中贯彻下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

47

对国家的信心

正所谓天下兴亡，匹夫有责，说到家国天下、江山社稷、民族前途就有点刹不住车了，这篇文章会天南地北地扯，权当闲暇时的消遣吧。前些日子刚巧读了一篇介绍胡适之先生的文章叫《多读胡适》，文章出自耶鲁大学管理学院教授陈志武笔下，载于2008年7月7日《经济观察报》，文章简单地介绍了胡适的哲学思想和社会主张，其中提到胡适的话说："现在有人对你们说：'牺牲你们个人的自由，去求国家的自由！'我对你们说：'争你们个人的自由，便是为国家争自由！争你们自己的人格，便是为国家争人格！自由平等的国家不是一群奴才建造起来的！'真实的为我，便是最有益的为人"。胡适是中国近代史上著名的哲学家、历史学家、思想家、文化大家和作家。

胡适以思想家而非经济学家的角度提出这个主张，暗合了经济学最大的假设前提：人都是自私利己的，在利益面前会作出对自己最有利的行动，倘若每个人都在法律和道德的框架内，想方设法让自己的利益最大化，那么整个社会就富裕了，这也是自由的精神内涵之一，人人都有追求幸福的权利。有物质文明作基础，精神文明也就有建设的条件了。一个进步的社会必然是一个公平的社会，因此每个人的致富都是堂堂正正的，那幸福也就理所当然地产生了，原因在于每个人都确实在同一起跑线，而且都可以有梦想。人们会不断的追求幸福，这是人与生俱来的神圣权利，只要社会大方向对了，进入良性发展的轨道，进步的力量就会像滚雪球一样，越来越大而且不可逆转。

自炎黄始，为华夏民族的开端，文明薪火就此点燃，过了很长一段时期的部落型社会，从有朝代历史距今是3 000多年，也许你从中国3000年来历史得出的结论，与"社会一定是不断进步的"结论相左；假若按照GDP算的话，也许中国3000年的发展还不如深圳改革开放这30年，2009年深圳的GDP是8 300亿元，每年增长率都超过10%，不出意外2011年GDP就步入万亿元大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关。答案好像找到了，以前的方向走错了，导致长期徘徊不前，甚至走回头路，其根本原因在于古人没有“解放思想”，儒家学说是好，但其轻商思想也随着统治中国2500年，长期社会发展思想上讨论没有百家争鸣，科学被当成投机倒把、不务正业，社会被认为一定是种田才能养活人，在根本思想认识上以前的方向走错了。

思想认识上的错误直接导致制度畸形，中国古代天下是为帝王家而生的，而不是帝王为黎民百姓服务，其实最开始社会的王，确实是为治理天下；这种情况到了有“皇帝”这个词才开始变味，该词汇是秦始皇创造的，至此国家开始走向中央集权，整个天下都是皇帝老儿家的，地是他的、人也是他的，所谓“普天之下，莫非王土；率土之滨，莫非王臣”，这跟炎黄二帝的治世理念完全违背，上古帝位是可禅让的，如尧、舜、禹。另外，古代为什么发展不起来还有一个很关键的问题，就是中国朝代更替中的优汰劣胜现实，总是落后文明征服先进文明；在冷兵器时代先进文明更多表现在文化和国民素养上，并不能依靠科学的力量提高军队战斗力，或者说作用非常有限，打仗主要斗的是谁更狠、更野蛮，落后文明总是在这方面更占优势。

我最喜欢的中国朝代是宋朝，那时候世界上最先进的文明肯定不在欧洲，更不可能在美洲、非洲，而是现在的中国南方。当时相对开明的制度、开放的社会氛围使得生产力得到解放，文化大发展；宋词是中华文化瑰宝，唐宋八大家有六个在宋代，政治开明从赵匡胤的杯酒释兵权就可见一斑，科学技术在很大程度上有长足发展，应该说这个国家大方向在慢慢走上正道。可惜其生不逢时，军事实力羸弱，当时的中国又处割据状态，100多年后被蒙古人干掉，可惜了再可惜。若不是这样，蒸汽机的发明很可能就在中国，现代世界文化中心也会在中国，整部世界历史都得改写；若不是这样，今天中国出口的就不是纺织品和机电产品，而是文化，世界的主流文化将是儒家思想而非基督教了。新约的核心思想就是“爱”，孔丘所创之儒家核心思想是“仁”。何为仁？仁者爱人；两者所谓之爱都是大爱，超脱任何限界的爱，无条件的爱，无论是神爱世人、圣人爱人或人人相爱，这爱的本质是一样的，华夏民族孔丘早在犹太人耶稣降世500年前就提出这个至圣真理。

历史就是历史，永远无法改变，可这并不妨碍对其进行讨论，从南宋被灭这事上再延伸作个假设，蒙古人当年西征途中要不是蒙古大汗窝阔台突然死了，他那些子子孙孙都要亲自回蒙古开会重新选出领导核心，从而不得不从欧洲回师，现在的世界也不是这个样子的。藏传佛教会传播到欧洲，欧洲的文明将长期停留在中世纪，甚至大大倒退，英国人的海上霸权和蒸汽机都只是做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦，现代商业文明不会在荷兰兴起，奥地利不会有什么交响乐，意大利也不会在随后一百多年有什么文艺复兴的开端，至于后来席卷整个欧洲的资产阶级革命更是无从谈起，自然巴黎公社也不会存在，或许这对中国人是利好吧。那时欧洲无论哪国的军队都无法抵挡蒙古铁骑的蹂躏，就算各国联合抵抗，从当时的环境下也不可能御敌于外，据说当时蒙古人有一条著名原则：抵抗即屠城。要是蒙古人不主动撤军，整个欧洲都会像当时的远东一样生灵涂炭，文明的发展、科学的萌芽也就无从谈起了，那么现在的世界应该还处于冷兵器时代，不会有工业革命也不会有《资本论》的问世，按理说中国现在应该还是一个男耕女织的时代。

欧洲的文化和科学的发展得益于小国林立，这在很大程度上确立了各国间的竞争和非统一意志，从客观上保障了各种学说的出现，而这一切的发展立足点是中国的四大发明。人类的智慧以书为载体，一个人有好的思想或对某一领域非常精通，单靠口耳相传很容易把这种非物质财富遗失，而有书作载体无论多少年，别人都可以从书中看到他的研究成果，书最根本的东西是纸，其为四大发明之一。那么靠手写书很费时间、精力，也无法大量制作，活字印刷术在根本上解决了这个问题，使得知识不仅可以传承，而且可以大量传播，其为四大发明之二。这两样东西从根本上解决了“思想重复劳动”的无用功，使得后来者可以站在前人的肩膀上，靠一个人从无到有的完成一套理论体系是不现实的，而现在可以每一代人在前人的基础上努力，成效自然不菲。指南针使得远洋航海贸易成为可能，大英岛国因为海上贸易成为当时的超级帝国，满世界都是英国的殖民地，包括 1997 年之前中国香港都是，英国人在他们的殖民地上，强迫当地人学习英语，使得现在英语成为世界通行语言，包括加拿大、澳大利亚在内的许多国家现在依然是英联邦成员国，航海贸易不仅仅作用于经济，在文化交流上也是很重要的，中国海上丝绸之路就是一个例证，其为中国四大发明之三。国耻啊、国耻，晚清签了数不清丧权辱国的不平等条约，都是在西方列强坚船利炮淫威下签订的，这个船能远涉重洋地开来得益于指南针，炮之所以能轰炸得益于火药，而现代军事火药的应用就更广泛了，事实上火药是现代文明永不倒退的保障，现代军事战争是高科技条件下的战争，科技得在文明的基础上才能发展，从此以后野蛮再也不能战胜文明，其为中国四大发明之四。现在蒙古人再打一次到欧洲试试，让人开开眼界，我不清楚蒙古人现在能不能自己生产摩托车，但应该是普遍用上该工具了，比起蒙古马来应该更有优势。

巴菲特说过：“方向错了，奔跑也没有用。”历史上中国古代社会发展就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是方向错了，有时好不容易找到那么点方向感，又被灭掉了。典型的如：秦、元、清，当百家争鸣遇到了秦就变成焚书坑儒，当唐诗宋词遇到了元就只会“射大雕”，现代人一般谓之曰“打飞机”。元代之后中国人变得残暴、血腥，清代之后中国人的脊梁弯了下去，奴性支配着民族的意志。以前的这种种原因导致中国原地徘徊不前几千年。原因多种多样，现在情况不一样了，没有人会怀疑中华民族正在崛起，我所指的不是目前，可能你对中国这几年的经济发展有信心，但不见得对长远也是如此，比如说 50 年、100 年后的中国会是怎么样的，中国以后的发展会不会“冲高回落”？我认为不会，以后我们的国家会越来越好，在大趋势上人民会越来越富有、幸福。

当然无论什么观点都要有理有据才有说服力，凭什么说中国以后会不断进步，不会再走以前的老路？长期看多中国，就是基于以上对中国古代发展不起来的原因分析，并与现代中国相比较作出的结论。现在最大的特点是全球一体化使世界变成平的，网络的兴趣和发展使得天南地北无间沟通，连同传媒使得信息瞬间传递全球，任何事件都在公众的监督下。大国之间角力使得每一国家都必须发展，国内的分权产生相互制衡的各方力量平衡，中国已经充分认识到科学技术对民族福祉的力量。

最根本性的是民族找到发展前进的方向，而根本保障是民智开启，这方面网络担当着巨大的历史使命，据说 Google 正在研发一种通信技术，届时使用不同文字的人可以即时通信，想象一下你的 Gmail 或 MSN 另一头是现在身处非洲的土著，十年后我对此技术乐见其成。总体上现在民智的开启与西方还存在差距，但现在的人不会像 300 年前一样愚昧无知，后来人肯定也会超过现在的水平，慢慢地跟上世界的水平，中国现在就像列车被正式搬上轨道，将永不回头地走向进步和文明。

目前中国发展最大的贡献力量是全球化，可以说是全球一体化最大的受益者。关心经济的人应该都感觉得到，中国经济在 2000 年之后的发展大大提速了，直接得益于 2001 年正式加入世界贸易组织 WTO，它的核心作用是促使各成员国之间自由贸易，中国每年生产数之不尽的产品，除了自身消费之外，更多是依赖出口。记得 2001 年那时候还在读书，媒体报道当时中国外汇储备有点紧张，可相比起改革开放初期，外汇捉襟见肘情况已经有很大改善，但储备量应该也就是几百上千亿美元这样子，到目前为止还不到 10 年，美元储备已经快到 3 万亿了，也成为人民币升值的压力所在。

经济有三驾马车分别是：消费、投资和出口，这十年来消费所占 GDP 的比例从 40% 多降到 30% 多，以珠三角机电产品和长三角纺织产品为代表的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“中国制造”，每年为中国GDP增长直接贡献就占到一半左右，如果算上间接的就更大的。全球化贸易就有这个好处，能帮助相对落后地区迅速发展起来，但当贸易顺差越来越大，别的国家则越来越无法容忍，美国从中国加入WTO时对中贸易逆差占所有逆差20%多到目前的80%多，这也直接导致最近逾百名美国国会议员，联名写信给奥巴马政府财政部长盖特纳及商务部长骆家辉，要求对人民币采取强硬态度的原因，他们认为中国从美国“偷走”工作岗位。作为中国人当然希望国家富强，但也知道美国人不会长期容忍这样的贸易逆差，中国必须重组寻找新的经济发展方式。扩大内需、产业升级是不容易，可这是必须走的路，以战略投资的眼光看，我们长期看好国内消费行业，尽量避免投资在严重依赖外贸出口的企业，特别是产品属于“三来一补”型的低端企业。

科技的进步是发展的结果也是再发展的保障，IT信息革命就是最好的例子，像纸和印刷术让知识大量普及一样，现在电脑和网络让实时交流突破时空的障碍，知识的传播只要网上一点击就可以分享到，除了不同语言文字和知识产权保护之外，已经可瞬间获得想要的任何信息。事实上远远超过了知识的范畴，想了解什么信息都可以百度一下，想要买什么东西都可以淘一淘，想找朋友就Q他一下，我们已经离不开这种生活方式了。曾经有一个北大学子写书说上北大无用，其理由是他这么多年所学到的知识，任何人上网搜索一下也可以得到，其实这不是上大学无用而是中国教育的悲哀，培养“有知识”的人，但知识在工作生活中毫无用处，知识还靠死记硬背，学习用来应付考试，而不是在实践运用上培养人的创造性。教育的趋势是培养独立人格、创新思维的人，知识以后一定是以实用性学习为原则，其他知识都储存于网络上，你想要什么知识就从网上把它“拿来”用，学习知识是为了运用知识，脑袋和网络从本质上都只是储存媒介，再说你的脑袋能储存多少，你有多少时间可以博览群书，古人用“学富五车”来形容一个人知识渊博，那是因为古代书籍少，现代就算给你时间学富五十车，对于浩瀚的知识都只是沧海一粟，现在世界上每天新出版的书平均不会少于1 000本，你想每天博览多少本。知识是拿来运用的，为学习而学习本身就成为知识的奴隶，更悲哀的是为考试而学习，我们的教育现在正在干着这种蠢事。

幸运的是世界上阻碍文明进步的力量越来越小，当然中国也是如此，这就是历史潮流的不可逆转性，别说回到古代王朝当一介草民，就是没电视看、夏天没空调、冬天没热水器、出门得步行、工作只能种田，就这几点很多人已经活不下去了，这种环境下最大的理想也就是面朝黄土背朝天，平平安安一辈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，农妇、山泉、有点田。就算回到改革开放前，结婚“老三样”、集体劳动、看露天电影、基本上也没电视看、有时还吃不饱饭，这样的日子也没人愿意回去，这才三十年的变革，古代三十年算什么，要我们回到三十年前，全国人民都说“NO”，现在已经可以非常确定我们的社会将不断进步，不可能再走回头路，尽管会有波澜曲折，但任何力量也阻挡不了中国人民追求幸福的脚步，从现代文明大的趋势上讲，绝对百分之百会越来越好。

上面长篇累牍写了这么多，无非就是想让你坚定大趋势上，国家会越来越好的信念，而投资者该做的就是跟着国家一起成长，财富随着不断增加，需要做的事很简单，那就是投一个票。在这个国家的股市里选出最好的公司，然后把你的钱当成选票投给它，通常一届要好几年，在这期间除非手上有新的“投票权”，否则不需要再去重新投票，等到几年后出现一个大牛市，不用多久就得重新投票了，如果公司在这届任上表现良好，基本面没有什么变化的话，重新选举的时候还投给它，除非找到更具安全和收益的公司。

你找得到理由看空中国吗，这是目前全世界最欣欣向荣的国家，她的复兴不可逆转、崛起不可阻挡，价值投资者有幸生在这大时代背景下，真是可遇而不可求；相比较而言，我认为中国现在正处于美国二战后的时代机遇，而正是这个时代机遇造就了投资者的“万世师表”、一代投资大师沃伦·巴菲特，别以为巴菲特的出现只是偶然，他是美国成为超级强国时代背景下的产物，巴菲特总是表示对美国的热爱和信心，以及对资本主义的信仰，现在无论去全世界任何地方，问：“下一个超级强国是谁?”所有人都会在地图上指向遥远东方的中国。

对国家未来的信心是价值投资信仰的基石，本书已看至此，读者起码得有这点“觉悟”，只有大趋势向好，价值投资理论才能成立，我们才会随着时间慢慢富有。既然国家不会灭亡，社会不会走回头路，并且相信其能够走出一个长期震荡向上的“慢牛”行情，那就坚定地与她共存亡吧。巴菲特也是最近十年才跑到美国以外去投资，所占资金也非常小，之前几十年他都只投资美国，这样一种与国家荣辱与共的做法，没有对国家坚定的信心行吗?

我们国家正处于高速发展期、社会转型阶段，不可避免地会有很多不尽如人意的地方，美国在20世纪50年代还存在严重的种族歧视呢，餐厅一些座位黑人是不能坐的，就算在军队中，黑人也都是干下等脏活，而且不能跟白人一起洗澡的，但今天的美国总统是黑人，所以看待事物一定要用动态的眼光，不能盯着一些不好的地方，然后就全盘否定它。就像当下社会最关心的严重贫富分化问题，前些天温家宝总理在“两会”的政府工作报告中，重点提出了要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重新调节社会收入分配结构，今天看到新闻发改委“应声而动”，提交了其拟定的新收入分配方案，细节方面国务院认为还需要修改，给退还回去责令其修订完善，调节收入分配政策今年底或明年应该会有新的措施出台。类似的问题还有很多，这些问题都需要时间来慢慢解决，不可能一蹴而就马上改变，客观存在问题并不能成为投资者看空中国的理由；或者狭隘点说，只是“在商言商”，国家存在许多不尽如人意之处，但会越来越好，在投资上我们关心的是后者。

其实很多人分不清楚国家、民族、人民、政党、政府的区别，这是初中的知识，是每个人应该都懂的常识，很多人拿着大学文凭却是小学水平。我对这个国家经济的发展充满信心，中华民族伟大复兴实实在在地进行着，人民的综合素质和生活水平会越来越高，党和政府会越来越科学高效、廉洁奉公，尽管路途上会有困难阻碍，但方向是不会改变的，在这点上我坚信不疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

48

对股市的信心

对国家的信心和对股市的信心两者是一脉相承的，国家发展趋势必须长期向好，股市才有可能长期向上运行。作为投资者只是在商言商，对参政议政不感兴趣，事实上中国政治也不是每个人都能参与的，需要你参与的事，已经有人代表了，尽管你可能都不知道。我们无意评价此事，对国家的信心是为了能建立价值投资信仰，在暂时不景气中勇于下注，这种“注”即为巴菲特所指的那意思，所以对国家有信心是为了对股市有信心，这才是对投资者有意义的事。

一个正走向衰落的国家，价值投资者特别是长期价值投资者将一无是处，也许证券交易所还会存在，但上市公司经营都哀鸿遍野，所有人对未来都持悲观态度，自然无人愿意为股票出高价购买，就连投机炒作也很难找到题材。能够在这种环境下赚钱的，只能投资经营向好的企业，靠每年业绩的增长推高股价的上行，比方像腾讯控股（00700）、无论在哪一个市场，长期持有都能赚大钱，问题在于大趋势向下的国家，要找到伟大企业是很困难的事。作为价值投资者应该养成一种思维习惯，不要试图在危机中当英雄，而要避免参与危机，即不要在大趋势不好的时候，试图买到“鹤立鸡群”的股票，应该要恐惧地远离市场，耐心等待价值再次凸显。

经济的势头蒸蒸日上，身在其中的企业自然有钱赚，从而交出亮丽的业绩报表，这是股市能够长期向上的根本支撑，但这个向上不会是扶摇直上的，除了大盘恢复性上涨外，超过45度角上涨是泡沫的明显特征，肯定是不可持久的，现在涨得越多，以后下调的幅度就会越大，此乃道法自然之道也，涨高了就跌是自然规律。只有在经济、企业基本面的推动，再加上合理的投资者预期而形成的上涨，才能长久保持，即是经济向上而股市合理的反应，所形成的上涨才真实，可是对股票的估值没有标准，股价波动的根本原因就在于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于业绩长期向好的企业，其股票长期趋势呈20～45度上行较合理，剔除炒作成分，上行角度取决于业绩成长性和成长趋势；如果原来的成长性很高，但有下滑的迹象，那股价将会比现有表现应得报价低，反过来若原来成长性一般，现在有加速的趋势，那股价会比现有表现应得报价高。当然对于估值要考虑的因素很多，但总的原则是把复杂的事情简单化，千万不要把自己推进复杂的泥潭里。大盘走势同经济情况密切相关，虽然正常情况下会比经济周期快半年，但总体基本面不可能脱离经济表现，从来没有哪一个国家的实体经济可长期45度角增长，20度角上行已经很了不得。所以，股市除了恢复性上涨之外，超过45度角上涨只能解释为泡沫，泡沫最开始往往是投资者向好的未来预期，但到后来就完全不是这回事了，赌的只是谁将接最后一棒，往往每个人都认为不会是自己。

证券交易所是股票交易的中间媒介，股票的交易分场内和场外，中国现在全部实行场内交易，而发挥此功能的机构是证券交易所，交易所有两样组织形式：公司制与会员制；世界上有影响力的交易所普遍采用公司制，这也是证券发展的趋势，离我们最近的公司制交易所就是“港交所”，其同时也是一家在本交易所上市的企业，国内的交易所目前采用会员制，会员大会是最高权力机构，相当于政治体制上的全国人大，下设理事会，总经理为最高行政管理职务，性质上国内的交易所属自律性组织。

从古今中外的历史来看，证券交易所的关门倒闭，主要由于资本市场不够发达，现在发达国家中交易所有合并的趋势，荷兰阿姆斯特丹证券交易所、法国巴黎证券交易所、比利时布鲁塞尔证券交易所合并成泛欧交易所（Euronext）、美国芝加哥期货交易所（CBOT）收购合并芝加哥商业交易所（CME），值得注意的是阿姆斯特丹证券交易所为全世界最早成立的交易所。从金融市场发展趋势看，资本与上市资源都在往大的交易所集中的趋势，很多小国家的交易所日渐式微，但一般都不会直接关闭，而是以合并来应变。有没有关闭的证券交易所？在中国就有，我国最早的证券交易所是清朝光绪末年（1891年），由上海外商经纪人组织的“上海股份公所”和“上海众业公所”，旧时代的大上海曾经是远东地区的金融中心，这很多人可能并不晓得，当时的香港只是一个小渔港。27年后由中国人创办的第一个交易所，“北京证券交易所”成立并开始营业，但后来都由于战乱和众所周知的原因而关门大吉了。

它们的关门应该说是由于特定的历史背景，加上中国资本市场不成熟造成的，事实上证券交易所就像一辆公交车，上市公司是车上的乘客，车子出了问题没理由乘客也跟着歇菜，肯定是重新上一辆正常的车子继续上路，像交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合并就可以认为是这样的例子。当年邓小平在祖国的南边画了一个圈，要搞“试验田”，随之而来的是资本开始流通和市场经济开始发展，正当人们在辩论股票是不是资本主义特有的东西时，邓小平以像白猫黑猫避开姓资姓社问题一样，用“不好就关”避开了辩论，正式推开改革开放后股市的大门；现在这扇打开的大门，已经不像当年说的那么简单，不好就能关上了，20 多万亿元的市值，牵扯到亿万人切身利益的中国股市关不了门咯。

注意股市并不等同于证券交易所，证券交易所关闭，股票可以放在另外的交易所上市，股票市场本身将随着国家的发展一起发展。前些年有人提议把深交所搬到广州，被痛骂是地方保护主义，当然这样的提议很荒唐，但却不是行不通，而且很简单。把深交所关了，成立广交所，然后把原来在深交所上市的股票放到广交所就完事了，但如果提议改成把深交所关了，把所有在深交所上市的股票全部退市，那是不可思议的。

基于对国家与股市共同命运体的认识，从逻辑上说，既然相信中国会越来越好，那对股市长期向上也不会怀疑，长期价值投资更是完全基于这个理念之上，只要在不那么高的价位买入，拿上十几年都有不错的收益，这种方法确实挺适合业余投资者的。既然股价长期趋势是向上行的，那么暂时的下跌有什么可慌的呢，拿住好公司的股票，买入并持有，就这么简单，从长期看会产生令人难以置信的回报，作为一名价值投资者最重要的是相信天不会塌下来。

只有岁月才能把真正好的企业甄别出来，短期的市场波动是股票的供求关系决定的，其背后是一个个情绪化的反应，但长期的股价运动一定是内在价值决定的，取决于基本面的情况。格雷厄姆说：“从短期来看，市场是一台投票器；但从长期来看，它是一台称重机。”其称的重量即为企业的内在价值，投资者只需要抓住这些好企业的股票，与时间为伴就可以了，不被市场报价逼到万不得已是不会轻易卖出的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

49

对基本面的信心

所谓基本面是指企业本身经营情况，基本面好坏就是企业经营情况的优劣，基本面分析即是对企业经营情况好坏的分析，其根本目的是尽可能了解企业真实运营的方方面面，挖掘企业的实际价值和深藏其中的潜在价值。探索和发现企业价值是愉快的过程。有点像考古研究，也有点像医生在给病人诊断，有一定的方法和步骤，却没有规范的执行标准，主观能动性比较强，“考试机器”在此没有用武之地。我个人喜欢从财务分析入手，再用各方面的情况来印证财务数据，把财务数据当作了解各方面情况的起点和依归，财务分析在我的基本面分析中占绝对中心位置，一切都是以之为主线；这样有一大好处，即对某家企业分析之后很容易形成系统且标准的认识，对公司方方面面在脑子里都很好形成有条理的记忆和理解，不会杂乱无章。

基本面分析是内在价值估算的基础，估值一定是在对基本面充分了解的基础上进行的，没有经过基本面分析就试图作出价值评估，显得非常不谨慎，尽管你可以相信这个结果，但客观上这个结果很不可靠，很可能已远远背离真正内在价值区间的合理范围，从而埋下投资风险隐患的种子。从这个角度，基本面分析和估值共同构成价值投资的基础，而基本面分析同时也是估值的基础，所以基本面分析是投资的基石，应予以充分重视，基本面分析原则上要化繁为简，且尽可能少用预期判断。

既然基本面分析如此之重要，那当然必须下大力气去学习，很多人相信耳听为虚、眼见为实这句话，认为没有到上市公司实地调研就没有发言权，其研究结果也是完全不靠谱的。事实上眼见很多时候只是现象，其本质需要智慧之眼才能看见，奥运金牌多不能证明就是体育强国，魔术能够欺骗你的眼睛但是假的，空气看不见但每个人都离不开。公司高管炒自家的股票，结果亏得一塌糊涂的例子比比皆是，难道就了解公司而言，有人比高管更了解吗，究其原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因，表面看由于他们不太懂股票，且喜投机炒作所致，本质是一家企业是很复杂的实体，他们了解得虽全面，但不知道哪些信息才是真正对投资有用，又出于对公司的了解而过于自信。

尽管我赞同对企业进行实地考察，但绝不是投资的前提条件，甚至几乎可有可无。无罪推定是现代法律原则，意思是一个人如果没有证据证明其有罪，那在法律上就必须进行无罪推定，所以你认为某个人有罪，就必须拿出指控他的证据，否则就是诬告，这本身就有罪。在基本面分析尤其是财务分析上，这条原则很有实践指导意义，在没有证明一家企业年报和财务数据造假欺骗股东之前，先以它所提供的资料是真实可信的来看待，然后无时无刻抱着审视的态度，如果没有发现任何可疑之处，那最后得出的投资结论也以资料真实可信为基础。当然，投资不同于法律，若直觉上对该企业不放心，大可不必继续研究下去。

财务分析在很多人看来太枯燥、乏味，又太显得过于专业化，普通人很难读懂，其实财务分析很简单，只要假以时日都可以很好地掌握。会计最基本的分类是管理会计和财务会计，也称对内报告会计和对外报告会计，财务会计目的就是给公司外部人员看的，包括股东、债权人、税务部门、社会公众等，既然是给所有人看，那当然得以标准化形式写出来，而且得让人看得懂，别人可以看懂，你当然也可以看懂。财务是基本面分析的核心，更是企业估值的根本所在，没有了财务数据，所有的一切都无从谈起。我之所以不大关心港股，一来是现在政策还没有完全放开，投资不方便，加之两地的会计制度不是太一致，不过现在已经没什么问题了，国内会计标准已经基本与国际一致；二来更主要的是得不到所需要的财务数据，当然不是业绩快报那样的，需要详尽的财务数据和指标，关于财务的内容留待下篇再讨论。

找到自己的分析方法、培养对自己的信心，这两点是成为价值投资者的前提，第三篇和第七篇加起来是一个完整的基本面分析方法，第三篇是基本面分析原则，第七篇是基本面分析核心，以此探索企业的内在价值，工作重点是年报和财务指标。有人感觉基本面分析就应该是很“正式”，这种观念是错的，券商的研究报告、公司发布的公告、股票行情软件里的F10资料、评级机构的评级、媒体的报导，甚至你对其产品的评价或广告的印象，都是基本面分析的范畴。以上种种构成了对企业的基本面分析，在此基础上得以作出估值，对一家企业的了解是敢于在下跌中大胆投资的前提，有时庸人也会对某家企业非常有信心，但这种信心是迷信，他们根本不了解企业，偏执地认为该企业一定值多少钱，从表面上看与我们很相似，不同在于我们经过客观、科学、理性的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析而他们只是迷信，这种迷信有可能由于该企业名称与他姓名中有一字相同。

对自己的基本面分析能力，必须有绝对的信心，得百分之百相信自己的分析结果是正确的，这是投资得以执行的底气所在，若对分析结果没有自信，如何敢根据这个结果做出投资行动。第四篇和第五篇讨论的即是投资方法，如果已经看过就一定会知道，基本面分析结果，对于投资实践的重要性，投资方法就像开车的驾驶技术，分析结果就像眼睛，没有了眼睛看路，再好的驾驶技术也是白搭，你敢坐瞎子开的车吗？尽管他是舒马赫，相信也没有人敢坐。

对基本面分析结果要想实际应用，除了对自己分析能力的信心外，很重要的一点取决于，是否相信从长期来讲股价的走势反映企业基本面。在中国股市有太多例子可以证明企业基本面是扯淡的，尤其是 ST 股价简直是对价值投资的嘲讽，这是由证券市场的畸形发审制度导致的。在后来我发现很多股票的上涨并非只是空穴来风，它背后都有一定的基本面逻辑作支撑。例如中恒集团（600252）的上涨让人目瞪口呆，就在今天[①]还创出了新高，股价从 2008 年 10 月 30 日最低价 3.28 元，前复权后最低价 2.72 元，一路扶摇直上，今天最高价 38.4 元，很多人完全看不懂为什么会这样。

基本面上中恒集团的业绩呈高速增长趋势，医药制造和房地产又都是前期受市场追捧的行业，更直接的原因是机构研究员和媒体为私利把它吹上了天，画了一块巨大无比的饼，把公司的“血栓通”描绘出无穷无尽的想象空间，又言之凿凿地说房地产业务进入收获期，这种走势明眼人一看就知道有人在联合做庄，不过基本面想象力是股价上涨 13 倍的理由。当然也有股票走势与基本面毫不相干，甚至企业越亏损股价越上涨，道理很简单，又该重组了，但这种股票超出我们所能驾驭的范围。没有一种投资方法能适合所有股票，就像没有一个男人可以讨所有女人欢心一样，关键是找到合适的就行了，再说你也要不了那么多，贪婪是魔鬼的“杀手锏”，要相信基本面反映企业价值，从而决定股价高低。

短期的股价是非理性的供求关系决定的，这台“投票器”会随意的往任何方向波动，没有可预测性，除非能把所有人心中的情绪量化后计算出来，但谁都知道这是不可能的。相反一家企业的价值是可以被估算出来，并被价值投资使用的，基本面反映内在价值需要放到“称重机”上才有意义，一旦称出的重量确实高于投资成本，所持有的财富也就随之增加了，这台“称重机”就是时间。

---

① 2010 年 3 月 23 日——编者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50

对投资方法的信心

投资方法是外在，投资思想是内在，价值投资性格是本质；巴菲特以他的经验说过，能成为价值投资者的人，一听到价值投资者理论5分钟就接受它，而5分钟接受不了的人基本上一辈子也不会接受；这也许夸张了点，不过也说明了价值投资与性格的关系。有的人天生喜欢做有规律、有确定性、能够把握的事，有的人天生喜欢探险，不喜欢循规蹈矩的生活方式；前者一旦听到价值投资理论，马上就会接受，可惜多数往往只是一个愿望，因为他并不知道对冰冷冷的股票，如何进行价值投资，但我相信只要有恒心坚持，任何人都可以成为价值投资者。

投资方法是投资思想的具体表现，前面谈过很多“修心”的内容，投资方法是在此基础上的具体做法。任何人只要读过本书都能感受到作者对投资方法的信心，因为这套投资方法已经和自己的投资思想、性格吻合，对待股票的做法可以反映自己的所思所想，所以说到底对投资方法的信心，就在于能够完全贯彻投资思想，而投资思想即是对价值投资的理解，必须对其正确性和有效性坚信不疑。

投资方法大类可分为投资和投机，投机大致可分技术分析、趋势投机，当然很多人也会炒主题、炒热点和跟风炒作，姑且把这一类都归入投机吧；投资有传统价值投资、长期价值投资和成长性价值投资等，各种投资流派只是大致的分类，到了每个人的实际投资方法上，或多或少都会有所区别，关键是要找到切合自己投资思想、性格的方法，这个肯定是慢慢发展演变而来。

我是从巴菲特的传记开始学习投资的，很庆幸从一开始就奔着价值投资而来，可以说完全没有投机过，但我了解投机者心里的想法，很简单的道理——侥幸心理人人有之。从一开始学习价值投资的“入门书”就是《证券分析》，一来因为我只看经典，二来因为是格雷厄姆的代表作，号称“投资圣经”。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初看得也是云里雾里，很多地方不是很明白，加上了无生趣的语言，但收获依然很大，很多概念已经被印在脑子里：基本面、安全边际、内在价值等，尽量一时还不知道如何运用，但能理解其定义，奠定了价值投资的基础。

古人云学无止境，对待投资我永远都保持着谦逊的学习态度，即是说我的投资方法不是一成不变，而会不断改良完善，就像资本主义一样，永远不停歇地自我改良。同资本主义的自我改良一样，价值投资外在的一些东西会改变，但最根本的内涵是不会变的，投资方法会不断改良，但遵循对风险的憎恶、安全边际、基本面分析和内在价值等，这些根本上的原则却是不会改变的。当然我认为应该乐观接受改变而非被动应变，巴菲特在投资上几十年如一日，最本质的核心思想不会改变，但投资方法一直都在自我改良，最显著的就是从传统的价值投资，转向以成长性为导向的价值投资，所以说投资方法是动态向前发展的，千万不要故步自封。例如我以前对行业的要求十分严苛，对中小型企业不是很喜欢，原因是它们缺乏稳定性，这样的看法主要来自巴菲特的传记，但后来我改变了这样的看法，主要是三个理由：

一、我认识到对行业如此严苛的要求比较适合长期价值投资，非战略性投资不需要太过严苛。

二、根据中国 A 股的特征，业绩很差的公司就算经营失败也会被借壳、重组，结果是不仅没亏损反而赚得更多，最近正在关注 * ST 深泰（000034）的重组进程，当然只是看看不会参与。

三、后来我发现巴菲特对行业的要求也不是太严苛，只要行业可以“看得懂”就行。

这三点校正了我投资方法中一些矫枉过正的地方；另外，很多业绩稳定的小盘股也改变了我原来对小企业的偏见，比如海特高新（002023）就属于这一种类型，不可否认它的上涨动力要远远高于大盘蓝筹股。实际操作上我会在投资组合中，适当加入这类战术性略带投机性质的股票，不会像以前把它们一律拒之门外，但绝不可能重仓配置在这类股票上，这就是作者切身投资方法改良的实例。

读者若由头看到现在，相信对我的投资方法已经了解，对于我的投资方法可以有两种选择，接受或者拒绝，每个人的投资方法都不会完全一致，若选择接受要以吸收的方式，不要全盘照搬甚至当成投资的硬性标准，这显然不是作者的本意，就像没有明确讨论我的估值方法一样，你应该在形成自己的投资方法基础上，延伸出去寻找自己的估值方法，确信生搬硬套只会适得其反。

不同投资方法之间是相互封闭和矛盾的，要吸收我的投资方法，意味着要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放弃原来的，肯定不会有时候用这种方法，有时候用另外一种方法，相信不会有人幼稚到觉得这是对的。比如相信长期持有的人，投资方法肯定是买入后不卖出，如果拿来这种做法，与原来远高于内在价值就应该卖出相冲突，那实际操作中如何决策；又比如按传统价值投资进行估值，其对成长性视而不见，与原来估值中重视成长性相冲突，那应该如何取舍；再比如与主张关心宏观经济问题，那当经济不景气股价下跌到有投资价值时，到底是应该担心经济再度恶化而拒绝买入，还是按原来的方法坚决买入；以上种种都不可能在一个投资者身上同时存在。

投资方法就像价值投资者的精神恋人，彼此也会不断地相互适应，最终达到完全的信任，其表现就是按这个方法做出的投资，会完全相信它的正确性，哪怕所有人都说你做错了，也绝不理会别人的看法，包括市场在内。人都害怕孤立，在选择上都有从众心理，与绝大多数人作出不同选择，乃至相悖选择的确需要勇气，勇气从何而来？源于对自己投资方法的信心，才敢于与整个市场相左，市场往往在一年半载之后，就会承认当时情绪化的反应确实有失偏颇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

51

信仰复利的威力

爱因斯坦曾经说过："复利是世界第八大奇迹，其威力比原子弹更大。"开篇明义以一个科学天才的话做开始，爱因斯坦为什么会说这样的话，很多人不明白也不以为然，但当看到以下事实时就都明白了，自然也不可能再不以为然。许多人开始是不相信，然后是震惊居然会有这奇妙的事，绝大多数人也就到这里止步了，不过有少数聪明人就会进一步去想，如何利用复利赚钱，想通方法并付诸实践的人最终都会得到回报。

就像原子核裂变产生足以毁灭世界的威力，数字几何式增长所爆发的威力，同样令人难以置信，你现在就可以拿起计算器验证以下事实：10万元以每年30%增长50年后是497.9292亿元，注意单位是亿，将近500亿元，这个数字是真实的，并没有一丝半点夸张的修辞。一个人拥有10万元是很稀松平常的事，在深圳华侨城这钱只能买两平方米的房子，刚好是厕所里浴缸的那点面积。一个人正常的工作时间大概就是35~50年，对于价值投资者职业寿命可更长些，基本上等同于自己的寿命，所以价值投资者如果想变得很富有，时间是非常关键的。若有两个人一个能活到70岁，另外一个能活到90岁，假设他们都是30岁开始投资，年复合增长率30%的话，到他们死的时候财富相差190倍，一个投资生涯是40年，另一个是60年，这期间相差只有20年，有意思么？这也就是说对有志累积巨额财富的人，长寿是多么重要；这方面有时候是天命，但"人为"也是很重要的，比如平衡安宁的内心，乐观开朗的性格，规律健康的生活，无重大生理、心理打击都有很大的关系。

多么奇妙的复利，它最奇妙之处在于时间因素，如果10万元年复合增长率30%10年后只有138万元，在深圳还远远不够买一套房子，现在关内一平方米3万元左右，100平方米的房子要300万元，138万元连一半都不到，豪宅那就更不用想了，华侨城波托菲诺·纯水岸现在一套动辄千万以上。但50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的增长会变成498亿元，现在华侨城A（000069）的市值是441.3亿元，这笔钱可以买下整个华侨城股份有限公司，还剩50亿元。当然华侨城公司跟所开发的商品房是两个概念，对比主要是突出复利增长中时间的威力。

以上的事实换句话说如果以138万元起步，可以省10年时间让财富达到498亿元，从绝对数字上看，前10年只赚了128万元，对于40年后这是一个微不足道的数字，但裂变就是这么奇怪的一件事情，首先你得有“原子核”，所以说基数是最重要的，100万元赚10%是10万元，10万元赚20%只有2万元，但后者的业绩是前者的两倍，这也是为什么我支持在适当的时候举债投资的根本原因，不过还是像前面说的，你必须要控制得了债务，不能让债务控制你。

“百万富翁”这词好像是来自美国的“舶来品”，毕竟美元币值高且是世界通行货币，百万美元可以换得的物质或服务是很可观的。以前我们讲“百万富翁”的时候，别说兑换成人民币有800万元，就只算100万元人民币也是个天文数字，它是象征非常富有的意思，但在CPI的“围剿”和现在社会财富急剧增加的对比下，百万元只能算是小康人家，在京、沪、穗、深这种一线城市，想买房还得按揭变成房奴，所以百万元早就算不得富翁了。

你想在别人退休的时候成为亿万富翁吗？这个不会有人回答“否”，不举债以10万元起步，成为亿万富豪大约需要27年的时间，只需要保证年复合增长率30%便可，以60岁退休计算，在而立之年用10万元开始投资，30年时间可以变成2.6亿元。想想很简单吧，事实上要做到是极难的，其一是30年的财富坚守对90%的人来说等于天方夜谭，不过这个还算是在人的能力控制范畴内；其二是年复合增长率30%的投资收益。相信很多投机客对每年30%的收益不屑一顾，他们期望的收益底线是每年翻番，对于价值投资者而言，单纯一年或几年投资收益达到30%，也并不难做到，光景好时几年连续翻几番也是正常的事，不过运气成分居多，只要碰到这样的好年景谁都能办到，只要把钱买入股票就行了，买哪只股票都涨，特别是小盘股、低价股、ST重组股，一年赚300%也是很平常的事，但要连续30年做到年复合增长率30%则难于上青天。

聪明的人在这里应该会有一个“感悟”，498亿元损失50%就只剩下249亿元，所以不亏损在价值投资里就显得特别重要，沃伦·巴菲特说过：“投资的第一条原则就是不要亏损，第二条就是要永远记住第一条。”现在你应该明白他为什么会这么说了，这跟一般人认为的做股票要不怕亏损有异，希望你已经看到这个事实，把不要亏损放在投资第一位，只是价值投资对亏损的认识跟普通人不同，具体参考第四篇。接下来会产生一个问题：如何做到不亏损？答

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案就是“安全边际”，现在你应该回到前面，再看一次对安全边际的讨论。

看了这个事实，脑袋要清醒一点，每年追求翻番的收益，甚至每月、每天都要有“正收益”，这样的愿望现实吗？如果答案是不现实，那就要问既然不现实那为什么还要去做呢。每年收益一次的是高管，每月都有收益的是员工，每天都有收益的是卖菜的，干活就有收益的是零工；投资者，你的收益周期是多长？事实上根本不需要去追求每年收益翻番，只需要做到尽量不亏损且长期跑赢大盘的稳定收益即可。

既然世间有如此神奇的东西，我们要如何利用它赚大钱，“复利神功”有三个最基本要素：基数、增长率、时间，所有的一切都是围绕着这三点展开的，对应的追求目标是“大高长”，基数大、增长率高、时间长，最后累积的财富也就多。除此之外，就是尽可能保持其稳定性，不要一年增长 50%，下一年亏损 10%，稳定性与投资风格和选股偏好有很大关系。

有一个故事，印第安人要想买回曼哈顿市，到 2000 年 1 月 1 日，他们得支付 2.34 万亿美元。而这个价格正是他们 1626 年出售曼哈顿时的 24 美元以每年 7% 的复利计算的结果。抛开 CPI 不计，现在很多中国人一天平均都不止挣 24 美元（约 164 元人民币），但对于 2.34 万亿美元，很多人已经没有概念了，数字大得都不知道所对应的财富是多少，给你个相对参照物吧，相当于去年初中国外汇储备总额。若再从 2000 年 2.34 万亿美元的基础上，再以 7% 复利增长 10 年到当下 2010 年，这笔钱变成 4.6 万亿美元，数目跟 2009 年中国的 GDP 十分接近，2009 年美国 GDP 是 15 万亿美元左右，相当于 1/3 美国国内生产总值，这是什么跟什么啊，但我肯定没算错，至少数字上是如此。

有另外一个故事，15 世纪末，西班牙国王约花了 3 万美元，资助哥伦布开展探险工作。若以 4% 的复利计算，到 1962 年，这 3 万美元已经变成 2 万亿美元；再经过 37 年，到 1999 年，西班牙国王的 3 万美元已增长为 8 万亿美元，这相当于彼时美国全年的国内生产总值。又是一个天方夜谭的故事，比小说还精彩吧，请注意，这里只以 4% 的复利率计算，还比不上房子的按揭贷款利率呢。

很多投资者对 4%、7% 的增长率不屑一顾，但经过时间的累积其威力照样巨大无比，只要稍稍在这个利率上加上微不足道的 1%，其结果照样可以再来一次头脑风暴。把你的每一块钱当成一粒“金钱种子”，你只需把它种在年复利率 20% 的土地上，经过几十年的累积，其结果照样惊人。现在的 A 股市场上，年增长率超过 20% 的公司还是不少的，只要在有安全边际的“季节”把“金钱种子”播下去，其余的事情就可以交给时间了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实这一切只需要你做一件事，就是管住自己的手，什么也不做。这可以认为是真正长期价值投资的精髓，基数、增长率、时间缺一不可，那些宣称长期持有而不顾买入价格的，经过上面的讨论就会知道他们有多可笑，因为缩小了“基数”。也正是由于复利的威力，我支持非专业投资者做长期价值投资，因为不可能有大量非专业投资者，能做到我所写的价值投资方法。看过前面文章的人都知道，我本人并不是长期价值投资者，但对买入价格依然有着严苛的要求，因为我始终认为无论对任何一个价值投资流派，没有安全边际就没有一切，任何抛开安全边际高喊价值投资的都是扯淡，其结果只能够误人子弟，害人害己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

52

内在价值与股价

股市有“羊群效应”，与多数人想法一致肯定赚不到钱，相反应该利用此现象制造的机会，做出果断的投资行动。如果没有“羊群效应”，股票没有大跌的时候，就不会出现许多好公司的股票跌到内在价值以下，那赚大钱也就无从谈起了。跌到内在价值以下就会出现安全边际，以我们的赚钱标准，正是捡便宜的时候。

中国股市是典型的“搏傻市”，涨的时候看涨，跌的时候看跌，投资者还不够成熟固然是原因之一，但跟体制的不完善，不公正关系更大，股市中多数人只为投机赚差价，并不是真的投资者。像是 2007 年股市涨到 6 124 点的时候，相信无论是谁都知道股市有严重泡沫，背离内在价值了，但这丝毫不影响投机，他们看的是趋势，关心的是泡沫能吹到多大，并在泡沫破灭之前一刻离场，更为糟糕的是认为自己可以做到，接最后一棒的不会是自己，侥幸心理在这样欺骗自己。

现实与理想永远有差距，不满足是人的天性，这一方面促使社会不断进步，另一方面也给自己带来痛苦；在股市大热的时候，为了能继续投机赚钱，“黄金十年”概念就孕育而生了。从其他地区经济发展经验看，许多经济体在现代科技和全球一体化的背景下，确实有十年、二十年甚至更长时间的经济发展，在我们周边的例如中国香港、中国台湾、韩国、新加坡，最典型的是日本，这些地区的实体经济腾飞确实支撑股市大方向上行。长期的大趋势向好是必然，但这并不意味着不会下跌，“黄金十年”概念没有把实体经济和股市区别开来，有意混淆概念，让人以为经济十年向好，股市也会十年向好，或者干脆就不管经济是否十年向好，而强调股市会十年牛市，听的人更愿意相信这是真的，其实也是人性贪婪所致，生怕“踏空”行情。

而事实上结果却不是这样，以国内 A 股为例，2001 ~ 2005 年这 5 年间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每年 GDP 的增加率都在 8% 以上，但股市却一路下行，熊了 5 年。现在回过头看上证指数，上一轮牛市是在 2005 年 12 月开始启动的，那时中国经济已经发展很多年了，也就说明股市和经济并非完全对应的关系，其实这本应该是常识。但它们之间也不是没有关系，有点类似股票与企业的关系，短期内的涨跌完全是任意的，很多因素可以影响到走势，但长期看股价会围绕着内在价值走。股市有没有长年向好的表现？其实这样的例子并不鲜见，美国 2000 年科技股泡沫前，那轮牛市就走了 17 年，这里牛市的意思是大的趋势向上，而不是说只涨不跌，期间也会有下跌，从整轮行情看那些下跌是中期调整，另外更重要的是其为“慢牛”格局，“疯牛”能维持 10 年的没听说过。

既然股价会围绕着企业的内在价值走，那么股价本身是如何变化的？通过证券交易所的交易系统得出股票报价，这是多空双方博弈的结果，哪一方的报盘数多了，通常就会往另一方的领地进攻，换句话说现在每股报价可认为是市场对每股权益公允价值的认可。这个概念很重要，尽管股市存在许多投机炒作，不过要相信股票始终是代表公司权益，长期可以得到市场公正报价的。投资者需要区分公允价值和内在价值的不同，公允价值是大众对一件商品价格的广泛认可，在很多时候会出现矫枉过正的情况，特别在有投资属性的资产上更是如此，内在价值是实际应值多少钱的问题，有许多方法和模型可进行估值，可以有相对客观的估值区间，但对内在价值认定是主观的，不存在一个确定无疑的精确数字。

既然股票代表公司权益，那么一家经营正常的企业在短时期内，内在价值应该不会发生大变化，那么股市老是涨涨跌跌就不应该了，应该是完全对应内在价值。但这没有考虑内在价值无法精确计算的事实，一只股票不同的人进行估值，有时结果相差一倍也是很正常的事，这涉及对该企业所处行业的信心、护城河的认可程度、成长性、业务范围、业务能力、相应业务竞争对手的评估等许多方面，带有非常强烈的个人看法，特别是成长性，往往是争议最大的地方。恰是因为内在价值无法精确计算，给投机留下了空间，应该说这是投机存在的前提，也是大涨大跌背后的成因。但这并不是说投机就该人人喊打，每个人都可以在法律的框架内决定用什么方法参与股市，这完全是个人自由。

价值与价格是投资永恒的主题，短期内价格涨跌无常、变幻莫测，股票表现尤为甚，不要相信有人可以预测股市，那是根本不可能的事情，操纵股票那也只能得一时之逞；也许有人想去跟庄投机，如上所言这是个人选择的自由，但既然选择了投资，那就只得老老实实地研究企业，“锁定”价值这个有确定性的本质。不但要做到不从众，不相信任何人对未来走势的预测，自己也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试图去预测，那样最后只会害了自己；预测不可能每次都正确，如果一次、两次、三次测试正确，那可能是陷阱，让人对自己的预测能力信心百倍，利令智昏很可能就会继续按预测结果举债下注，至于运气是否每次都跟着自己，是否能承受失败所带来的损失，则已经不在考虑范围内了。

只要不去预测股市，基本上就能做到忽视别人“客观”看法的影响，许多“高人”将离你远远的，这是极大的好事；投资者该做的就是对公司进行研究，确定其内在价值，且不受其他人的影响，对自己的研究结果充满自信，这样才能有胆量在股市跌到低于内在价值时买进，并且因为对所投资的企业充分了解，知道其股票应该值多少钱，这也才能在股价大涨到远远背离内在价值时卖出，卖出后看着股价继续上涨而不惋惜，因为那部分完全是“搏傻钱”，不是作为价值投资者该赚的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

53

投资无须精确化数字

科学需要精确化的数字，其最好地体现了“失之毫厘，谬以千里”的含义，火箭上天就算像《大话西游》里至尊宝所说的相差0.01公分，结局可能会导致整个发射任务失败，轻则科研受挫，经济受损，重则出现人命伤亡事故，这么严重的后果摆在眼前，使得科研工作者对小数点后的数字同样敏感，这些人“炒股”总是亏钱的道理就在此，思维模式没有转换过来，而对于“业余选手”而言，转换思维模式谈何容易。

投资当然有科学的道理，但不是狭义上所指的科学，一般所说的科学是指物理上的科技，投资当然不属于此范畴。全世界没有一所商学院开设投资专业学科，金融专业喜欢教授如何应用数字模型，把情况搞复杂让别人看不懂，搞到最后也许连自己也看不懂了；就如巴菲特所言，那只会让学生变得更加平庸。从属性上投资更应归类为艺术，不过实际上是探讨人性的哲学，只要内心对财富看透了，一切就都变得不一样了，但难点也在于此，可以说绝大多数人一辈子都没办法做到，这点从本书可以得到帮助。

投资虽说不是狭义科学的范畴，但也要用到数字方面的知识，可无论是财务分析或统计学，都不需要精确化的数字，遵循的是“大概”原则。我们的主食谷物是米饭，天天都要吃饭，但应该没有人去算过，每天食用的米饭有多少粒，饭量用的单位是碗或斤，每天的饭量自己当然心里有数，但转换成粒为单位，也许就没有人知道自己一天吃多少粒米了；也许有“闲人雅士”算过，但也只能是一个大概数，不可能精确到每天需要吃多少粒米，再说我们对于饱有一个区间数，而不是精确数；譬如一碗半到两碗半都是一餐可接受的饭量范围，要说其中哪个精确数最合适，事实上并没有，在适量的范围内吃到感觉饱就行了，顶多中庸些认为两碗是最适量的，但同样的两碗也没有精确的米粒数啊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很多领域包括财务分析，数字是用来形成概念的，没有对比和趋势数字就没有意义。比如一家企业今年赚5个亿元，是多是少，是优是劣呢？因为没有对比和趋势，这个问题无法回答；这家企业若是中国石油（601857），那完了，几乎等于没有盈利，就差会计上一个小调整就可以亏损了；对于东阿阿胶（000423）而言很不错，业绩优良。除了跟自身的“块头”比较之外，还要跟同行业比较，这样才能知道企业的赚钱能力是不是领先。趋势用来分析企业发展方向，今年赚5个亿是从什么方向来的，如果从原来1亿元稳步增加那很好，如果原来是10亿元 慢慢少下来那糟了。只有在这些对比和趋势的环境中，5个亿才有意义，否则5个亿本身不能说明任何问题，所以说对企业的了解“大概”就好，不需要精确的数字，抓住这些核心本质问题，分析各数据之间的对比和趋势，之后形成概念就可以了。

人类大脑有巨大的潜力，具体表现在观察力、注意力、记忆力、思维力、想象力五个方面，其中，在记忆力方面相比其他生物并无绝对优势，据说大象的记忆力就非常惊人，而且人的记忆中很多都是错误记忆，包括很多亲眼所见笃定的“事实”。科学发展到今天，计算机在记忆和运算方面比人优异亿万倍，但其永远替代不了人的主观能动性，人工智能化也只是按人设定的程序走，其并没有思维能力。一份招商银行（600036）的年报在电脑中也就是10M左右的PDF文件，下载也就是几十秒的工夫，电脑把它完全记住了，但人要从头到尾看的话，至少要花一天的工作时间，一天下来看得头昏脑涨的，再回忆一下你记住了多少，更别说几周以后还能记得多少。我相信秦晓和马蔚华对80页以后那些详尽的数字记住的也不多，但能很好地管理招行，他们对一些关键的数字和概念必定倒背如流，对和各银行间的差别了然于胸，记性再好的人也不可能把200多页招行年报中的数据背下来，就算能背下来也没有多大的意义，这只会在脑中成为记忆垃圾，如果想成为一名好的投资者或企业管理者，去背企业详尽数据，可以肯定地说已经误入歧途了。

前面讲过，有些人认为投资者对信息的了解没有管理层彻底，对价值投资不利，这是错误的看法。一来如上所言，管理层也只是了解“大概”，而这些基本上都是公开数据，详细数据年报完全能满足要求，可以肯定地说，秦晓和马蔚华对招行年报的详细数据，没有记住30%；二来投资者跟管理层并非利益对立，事实上我们希望管理层非常有能力和了解企业，并把它经营好；三来投资者对企业一针一线都了如指掌，并非投资成败的关键。内幕信息不属于了解企业的范畴，如果管理层利用内幕信息交易那是犯法的事，有风险成本的；若说中国现在的金融业监管不力，导致不公平、不公正现象比比皆是，这点我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有意见。

有人以为估值是一个精确的数字，这完全是门外汉的看法，其实，估值没有一个精确的数字，也无须精确的数字，实际上估值只是一个价值区间，其意思是大概在这一段价值区间代表企业的实际价值。比如内在价值 6～8 元，代表我认为股价在这一段是合理的区间，跌破 6 元是低估的表现了，注意这里的用词——我认为，估值是一个很主观的事，有相对客观但没有绝对客观；像有人觉得贵州茅台（600519）大概就值 70～90 元，有人觉得应该值 120～160 元，这没有谁对谁错，但要是有人说茅台就值净资产 16.67 元，或值 600 元那肯定都不合理，其大大超出了应有的“大概”范围。

如果数字能摆平一切，电脑老早就替代了人类，投资决策电脑能起到很好的辅助作用，但最终还是要以人为本，根本上取决于投资性格、思想和方法，而在投资方面永远不要追求精确化的数字，需要精确化的方面已经交给了电脑，投资者需要的是核心的数据，在脑中形成形象化的概念，再作出分析决策。沃伦·巴菲特说过一句意味深长的话：“模糊的正确远胜于精确的错误”；做什么事情都有一条不变的原则——简单制胜，千万不要钻进数字堆里，那是庸才干的事，背诵那些数字，除了“表演”外，对实际投资没有助益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54

投资风险来自无知

这里指的投资不包括投机，第 8 篇文章介绍了两者的区别，在我看来投机充满了危险，真可谓危机四伏，但投资从长期看没有什么风险。投资要“知”先行，看过第 8 篇就会知道，这是投资的基石，只要夯实了企业分析这个基础，把工夫下到实处，投资的风险就能相对杜绝掉，否则风险主要就来源于此，而不知则不可谓投资，爱因斯坦好像说过“恐惧源于无知”，投资的风险同样来自于无知。

君子有所为，有所不为，掌握方法、理性投资，要知道自己在做什么，就不存在风险。这个风险是从做生意的角度而言，比如开一家公司、一个工厂、一间店铺，风险都要远远大于上市公司，从可持续经营的角度，私人创建的公司，有可能比招商银行、万科、贵州茅台更稳健、更能抵御风险吗，这些企业基本上都不需要担心会倒闭，至多就是业绩下滑风险，幸好股市是有周期性的，一定程度上可以抵消掉该风险。另一方面投资可以做组合，而实业只能孤注一掷，投资实业往往意味着整副身家，几乎是破釜沉舟式的；但股票投资可以选出多家稳健经营的企业，几乎都不可能会倒闭的，长期而言最极端倒闭两家，但相比起其余六家所赚到的钱，这两家倒闭所受到的损失已经微不足道了。

从可兑现的角度，没有一种生意的兑现性有股票这么强的，想买、想卖几乎任何时候都可以，不存在什么拖拉，连开口说话都不需要，打开股票行情软件就可以，而此特性也为投机炒作提供了绝佳的土壤。除此之外再加上“安全边际”的投资思想，从长期看股票投资几乎没有风险，当然前提还是要看懂企业，才能认出安全边际在哪，我们可不希望企业靠 ST 重组而上涨，只是因为迫不得已。

中国 A 股的“ST 文化”，经营得越烂的公司越受追捧，因为其重组预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更强烈，一个干净的“壳”就能值几十个亿，所以那两家亏损的公司也并非血本无归，重要的是大股东有没有资产注入，有没有集团要借壳，或者公司转型投资受市场追捧的产业也行，如“佛山照明”（000541），上涨是以倍数算的，像＊ST鑫新（600373）、ST琼花（002002）、＊ST光华（000703）、＊ST罗顿（600209）、ST珠峰（600338）、＊ST国祥（600340）不胜枚举，当然，能如此上涨肯定有其原因，其背后都有动听的“故事”可讲。

无知的投资者就像瞎子开车上路，肯定是很危险的，如果眼睛明亮，头脑清醒，小心看路，不开快车，哪来的风险？如果这样都算风险，不可能不出门吧，那是广义上的风险。对大多数投资者而言股票是危险的投资种类，这种看法包括许多基金经理和金融企业高管，那是因为他们心里没有信仰，在股市中的心态是“博一把”，捞到就跑的想法，持这一种看法那股市的风险确实非常大。

于我而言没有投资种类比股票还安全，包括国债，甚至银行储蓄，因为银行也会倒闭，现在存款利率低于CPI，处于实际负利率的情况，放在银行的财富每年都在亏损，即是说银行储蓄并非百分之百无风险。但银行可以算出内在价值，在其安全边际以下买入，有风吹草动股票的兑现性可比银行挤兑要容易得多，由此可说在安全边际以下买入银行股，甚至比储蓄更安全；这当然是长期而言，因为短期股价波动是随机的，且有低估的时候。若在安全边际以下买入三家最优质银行的股票，投资安全可以得到保障，至少不会比储蓄差；再考虑资本增值的需要，对比当下储蓄负利率与银行股票，优质银行每年最保守的增长率在15%以上，差距是非常巨大的。

在中国经济背后下，银行是以国家信用做担保的，特别像四大国有银行和政策性银行，其储蓄和发行的债券几乎与国债处于相同安全级别，尽管从理论上看只是金融债券，放在中国具体情况下却没有任何区别，所以没有人担心国有银行会倒闭，顶多就像四大国有银行股份制改造前一样，成立四个资产管理公司，相应把银行的坏账剥离过去就完事了，说到底就是国家埋单，说到彻底就是全民为银行埋单，不过这个“利好”对银行储蓄和银行股是一致的。

因为对股票很了解，一切都在掌控之中，投资者需要有这种自信，股市永远是涨涨跌跌的，如经济般有周期性，大可不必为下跌恐慌，为上涨欢喜，就像春夏秋冬四季变化一样平常，但你可能比较喜欢某个季节，我个人就比较喜欢秋天，或许因为是秋天生人吧。四季、四象和股市周期可以对应起来：春为少阳对应牛市初期，夏为老阳对应牛市高峰，秋为少阴对应熊市初期，冬为老阴对应熊市谷底。春生、夏长、秋收、冬藏作为我国长期农业社会对耕作的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结，在股市中要因地制宜有所变通，把春天播种、夏天耕作、秋天收割、冬天储藏看成伏羲八卦图的方位，春夏秋冬作逆时针转动90度，变成夏天播种、秋天耕作、冬天收割、春天储藏，即是在夏天股市最高峰的时候卖出，在秋天下跌过程中扎实地对企业进行研究，在安全边际入冬之后开始买入，在春天新一轮牛市行情来临时要拿得住手中的股票。具体到某个细分行业、某只股票都有自己的春夏秋冬，日中则昃，月盈则食，这就是《周易》的道理。

有人一听到《周易》就想到预测，《周易》确实可用以卜卦，而实际上背后的思想更伟大，“春夏秋冬”说法不能理解为可以预测股票走势，而是指抓住事物不变的本质，其他的任凭怎么变化都无所谓，本质上的东西抓到了就行。在投资中的本质，指在了解企业和其价值的基础上，任凭股市演绎着“春夏秋冬”，记住永远没有只涨不跌的股票，反过来讲也没有只跌不涨的股票，事物就在这种相对平衡的变与不变之间不断演进。投资最高境界的著作，我认为是无字天书《周易》，这才是最伟大的投资教材。

“安全边际”理论带来的是物理上的安全，对投资者而言更应该有心理上的安全边际，从某种角度而言，没有心理上的安全边际就不算拥有安全边际；一切事物都是由心而发的，投资这种务虚的哲学更是如此，心里总是忐忑不安的话，就算一只股票买在最低点也没用，它一反弹就卖出了，或者已经买在相对低点，它一探底就“止损”了，止损后马上就见底了，这种例子并不鲜见，从表象看问题好似在股票上，根本的原因在自己的内心，故此最重要的安全边际在于追求内在的安宁，不能心随股动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

55

守着一亩三分田足矣

有句话说股市是经济的晴雨表，实际上有失偏颇，如果把经济和股市走势拿来对照，会发现大部分时候走势并不一致，甚至很多时候是相反的。无论在哪个国家、哪个市场，宏观经济与股市走势都不是直接正对应的关系，A股就是最好的例证，从短期一两年的时候段上看走势即没有明显同向，也没有明显反向运动关系。正确地说股市是投资者对未来的预期，股市的高低点位就是预期值，包括对实体经济和资本市场的预期；比方最近中国经济从各方面数据看都振奋人心，但股市却在暴跌，很多人包括基金经理都一头雾水，实际上这很简单，只要搞清楚了股市跟宏观经济并非直接正对应关系，而是跟投资者的预测正相关，这一切就都明了。即是说股市与经济是间接相关而非直接相关，投资者目前对未来的预期是什么呢？刺激政策退出、信贷收紧、房地产调控、出口不乐观、人民币升值、通胀预期、产能过剩、经济转型的不确定性等；总体而言大家担心政府会收缩流动性，经济因此二次探底，而不收缩流动性通胀预期又非常强烈，防止通胀必然要加息，由于这方方面面的负面预期，导致近期A股的下跌。

投资者的预期有时准，但有时会出错，出错了就会用上涨或下跌修正错误，若正确通常会领先实体经济半年，错误了会进行自我修正，修正之后会产生“惯性”导致矫枉过正。如2002～2005年的A股，中国经济每年以10%的速度增长，而股市却三年走熊，如果从两者直接正对应的角度就没办法解释了。那时候除了投资者对股市预期不好之外，更主要的原因是实业有钱赚，大家更愿意兴办实业，2005年之后随着人民币升值的影响，之前经过原始累积的产业资本在实体经济无利可图之下，蜂拥而至引发A股大行情，同时也导致了2007年那样的矫枉过正。

通过观察发现股市一般领先实体经济半年，同时也领先国际资本市场半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，而国外股市同样会领先经济半年，两个半年加起来，不严谨的可认为中国股市会领先全球经济一年；如此讲中国股市是2008年10月份见底的，那2009年11月份中国海关统计数据应该出现好转并逐月复苏才对，具体我手头没有数据不知道，如果不是那样的话这轮股市下跌就很正常了，因为实际情况并没有预期的那么好，欧美经济并没有强劲复苏，而我国靠大量基建和信贷吹起来的泡沫是不可持续的。出现中国领先世界经济走势，也许跟处于世界产业链的生产环节有关，经济热起来的时候通常PPI先于CPI起来，中国就是世界的PPI。

你会发现宏观经济看准了，对投资并没有多大裨益，并且有研究显示经济学家对经济的预测比普通投资者没准多少，况且经济学本来就不是用来搞预测而是出对策的；普通投资者又无须去给管理层谏言献策，所以经济学对我们没什么用。靠谱些的做法，学会以常识判断经济是否过热，这对投资者来说已经够用了。就像前阵子深圳的房地产，我没有刻意去研究这个行业，不过看到三个现象：(1) 签了合同后不认账就地涨价；(2) 中介先把房子买下来再待价而沽；(3) 华侨城看房者坐骑全是宝马、奔驰、奥迪，再想想房价收入比、租售比和一年涨幅后，基本就判断为最后的疯狂，前阵子房地产"新政"未出台前，4月6日那天晚上看完CCTV新闻联播，联想起《新华社》和《人民日报》接力10多天对房地产发表"社论"，判断中央准备对房地产调控下重手，当晚在微博里写下这个看法，有具体时间，微博发表后是不可修改的，有兴趣可以自己去翻；这不需要高深的经济学理论知识的，那些就留给经济学家在庙堂之上唱大戏用吧。

股市和经济没有必然同步的关系，但从大趋势上必然是一致的，所以问题的核心在于抓住大趋势，这事很简单，最大的趋势就是经济会向上，此说法不特指中国，详参《47 对国家的信心》。从理论上而言这是价值投资存在的基础，关于这点前面已经讨论过了，但这并不等于非要做长期价值投资者，市值远远高估时要毫不犹豫地卖出。只需要知道大环境是向上就可以了，不需要太过关心它，而是应该关注具体的股票，再好的企业也有其价格范围，我们不希望市场疯狂报价，那么就不需要卖出，而是随着大趋势一起稳步增值。关于经济我们并不反对去了解，只是不要根据预测去操作，一来预测往往是不可靠的，二来就算预测对了与股市的走势也不同步，三来价值投资往往是逆市而为，经济越不景气越是利好。

投资成败最关键取决于买入的股票、价格，而股票价格趋势并不重要，股市跟个股并无必然关系，更何况经济与股市这种间接关系。经济向好、投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期向好股票往往上涨到矫枉过正的境地，就又进入自我修正，尽管经济这时候还是一片红火；最好的例子是1999年网络科技泡沫时的微软公司，公司是好公司，投资者的预期也没有错，确实从1999年开始PC普及速度呈现暴发性增长，我是1998年开始接触电脑的，差不多也是那时候，科技股已经炒得热火朝天，这十年来微软的产品装遍无数PC机，Windows处于绝对垄断地位；上一轮全球牛市从美国9·11之后启动，几乎也是牛了十年，而这十年间微软的股票离1999年最高点还有20%的差距，比尔·盖茨的个人财富就算经过十年，依然少于1999年最疯狂的时候，这样的例子绝不仅是微软一家，事实上所有网络科技股都无一例外，在股价上涨到疯狂的时候买入，就算经济向好、未来预期正确、公司选择都对了，也同样有可能会亏损。

除了宏观经济跟投资者关系并不密切外，大盘行情也不是投资决策的根本因素，尽管股市整体“生态”是——城门失火，殃及池鱼，但大盘的方向跟个股没有绝对必然的关系，从本轮小牛市可以看到：医疗器械、生物制药、智能电网、电子信息、传媒娱乐走出了独立行情，并非建议大家现在去介入，只想说明重点还是要放在个股身上，大盘与你关系不大，决定投资成败的是股票。精力还是要放在企业研究上，就是所关注的股票基本面，越了解投资越安全，但不要钻牛角尖，花些浪费精力却对投资没帮助的工夫。

要关注那些看得懂的个股，就是对其业务了解，对行业熟悉的企业；经济学家或会计师对这“一亩三分田”不熟，所以炒股会亏钱，会计师分析企业有点优势，可惜他们不懂得如果发挥自己的优势。例如，也许他们不晓得好企业也要有好价格，或了解企业却炒短线；最大的麻烦是不明白本文所讨论的，经济并非直接反映到股价中，根据经济情况买卖股票，那么亏钱是必然的，他们习惯去“抠”企业的每一个数字，却不知道审计、管理、投资，对数据的用法和思考角度是不同的；巴菲特说过如果有一万只股票里只有一只他看得懂，那他就会投资那只股票。

寻找那些你能看懂的优质公司，然后用心去研究基本面，得出内在价值，其他的事都是旁枝末节，甚至是无关紧要的，投资者切记不可心猿意马；尤其是在牛市的时候，眼看ST股、重组题材股、概念股涨得欢，那是人家的事，“一亩三分田”具体就是自己看懂的行业和企业，这才是应该着眼和用力的点。真正理解本篇所说的道理，对价值投资者而言不仅是加分，而且是投资能力层次的提升，我们不喜欢故弄玄虚，当然这些都是大白话，每个人都看得懂，但要弄懂背后的道理，就并非每个人都能做到了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

56

有信仰投资者夜夜安枕

要做到宠辱不惊，泰山崩于前而面不改色，前提条件是心中有数，“数”当然不是一般意义上的数字，而是定数，即是内在不变而起决定性作用的本质。心中有数就是掌握了事物发展的规律，这要建立在洞悉事理的基础上，理通透之后数自然就明了；掌握了事物发展的规律还不够，要经过实践的千锤百炼，总结利用规律的方法，并且不断改进炼纯，投资方法也是如此，不断发展、不断完善，最终臻于完美。

菲利普·A. 费舍在《怎样选择成长股》一书中提到“夜夜安枕”，作者很喜欢这个词，这应该是价值投资者追求的状态，或者说做不到这般从容不迫，就不是合格的价值投资者；当做到之后会反过来问：“投资股票有什么值得害怕的?”基本上都属于庸人自扰之。除非中国再来一场大运动，把所有股票都无偿收归国有，那时候是该害怕了，不过那是不可能的，就像《47 对国家的信心》所言，中国不会再走回头路了。更何况《物权法》也出来了，虽然保障还比较有限，可在中国相比起其他资产，如房子、土地、公司权益，上市的股票资产保障明显要高得多。

当然，让投资者提心吊胆的主要还是股票波动，如前所述，在有安全边际时买入，股价波动不足惧，我从来没有把股价波动当成风险，而是看成投资机会，包括买入机会和卖出机会，除此之外股价波动无其他意义。假设今天不买、不卖股票，可以不看今天的股价波动，有兴趣知道的只有两种情况：要么是市场非常恐惧，股价严重低估；要么是市场非常贪婪，股价严重泡沫；此时进场与大多数人做反向行动。更多的时间是关注在企业层面上，而不是 K 线图上股价的波动，只要股价在相对合理的范围内波动，就无须理会。

找到正确的价值投资方法，持之以恒地执行，对投资的自信就会慢慢建立起来，投资方法并无标准形式，一定是不断在思考中演变的；巴菲特已经 80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

岁了，他的投资方法还在发生细微的变化。不断思考、不断实践、不断改良投资方法是持之以恒最淋漓尽致的表现，直到确信自己的投资方法能战胜市场，应该就会比较固定下来，以后只要严格律己就可以了，到了一定程度变成孔老夫子曰之“从心所欲，不逾矩”。对投资方法有信仰，才能对自己的投资能力有信心，观察那些在某一领域很卓越的人，无论他们生活中是否有自信，在那一领域里面他都是确信“我就是最棒的”，几乎无一不是如此，自我怀疑不论对做人或投资都是毒药，实际上投资就是做人的延伸。

投资似乎比任何领域都更需要自信，因为投资是最依赖于内心的；于我而言，没有那一行比股票投资更安全，理由就是我熟悉股票。有时候看到路边的一些商店，就在想假如让我投资商店我会怎么想，无论是书店、饮食、零售店或其他任何类型，无一例外都使自己摇头，觉得风险太大了。假如用 100 万元均分两份，50 万元投资于股市，另外 50 万元投资于商店，股市中这 50 万元，我可以分别于内在价值以下，均等投资 8 只股票，这些企业几乎不可能倒闭，而且在本行业有强大的竞争优势，每年最低成长率都有保障，最极端的情况下十年倒闭 2 家，其余 6 家的复合收益使得倒闭 2 家的损失几乎可忽略不计；另外 50 万元投资于商店，应该规模不大，必须从零开始，我不知道开业之后有没有生意，就算生意尚可，还要面对工商、消防、税务等部门的“关怀”，需要与一些社会人员周旋；就算生意很好，也没办法控制别人在我不远处开同样的商店，因为只是小商店根本没有护城河，只能一方面打价格战，一方面眼睁睁看着客人被分流。此外投资风险也集中在一个店上，没办法分散投资，开业后有可能得撑几个月才能盈利，也需要资金支持。商店同时还不容易兑现，上市公司面临强烈竞争时，可以高位套现退出，实体商店的生意很难做到这点，毕竟傻瓜不是天天都能遇上，但在股市中确实是天天有、处处有，事实上做得再垃圾的公司，牛市中也有高位套现的机会，若是业绩不好但存在重组预期，那比业绩好的股票还能开涨。

心态放好，戒骄戒躁，不求一夜暴富，但求财富随着岁月流逝稳步增长，我想不出市场不回报这种人，还能回报谁。《周易》追求的人生境界是无咎，无咎并非不犯错，而是做人无愧于心，无愧于心就能心安理得，这也是投资者理应追求的境界，赚钱赚得心安理得，也就是说股票的涨跌不会使得心跳加速，所赚的钱不是赌博赢来的。这种投资境界在第一篇已经说得很清楚，要做到其实不难，只要有投资信仰就可以，很多人寻寻觅觅多年却始终摸不着价值投资门道，笔者写了这么多，就是希望能帮到有志于价值投资的朋友，以冀望能抛砖引玉，至此吾愿足矣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望投资人最终能做到夜夜安枕，“内力修为”部分至此已告罄，本来笔者的初衷就是写一本价值投资书籍的“空档”，几乎所有价值投资的书都会告诉你应该怎么做，但却很少说为什么要这样做，这是很多人学了但做不好的原因，因为心里不明白这么做到底是为了什么。知其然，不知其所以然对于依赖内心发力的价值投资，几乎是致命的，而这部分内容是比较务虚的，难免使人感觉不具象、稍空洞，然而却是通向真正价值投资彼岸的必由之路。

我的价值投资体系到目前为止已经介绍完毕，本篇所讨论之投资信仰是最重要的部分，自下一篇起就不属于投资的范畴了，财务分析应该算是财务会计在投资上的应用，当然对财务的讨论会依附于投资展开，但内容本身却是相对独立的。财务是比较务实的内容了，最开始时犹豫过是否要加入务实的内容，因为想只讨论务虚的“理”成为特色，就像本书由头至尾没有用一张图片、表格、极少用括号说明，也不用网址链接一样；但考虑到投资者在财务分析部分常走弯路，“抠”数字钻牛角尖，认为还是有必要涉猎务实内容，故而有了第七篇的财务分析，会从财务的角度展示如何看待一家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七篇 财务分析

《周易》分三个层面：象、数、理，这三个层面也可对应到投资上，“象”是投资风格，包括选股方法，“数”是财务分析和估值，至于“理”就是投资思想，也是我们想内化入性格的部分。孔老夫子所撰《十翼》为易经“理”的注解，本书就是要侧重对价值投资“理”发表自己的见解，当然这见解不是权威的，我们希望百家争鸣，谁都可以提出自己的见解，反对搞一言堂或神秘权威。

个人觉得“理”的文章最有价值，集中体现于第一、二、六篇，不过理念却贯穿本书始末，几乎每篇文章里面都能体现到。“理”所代表的投资思想是基石，第三、四、五篇撰述之“象”是具体表现。属于“数”的财务分析将在本篇讨论，毕竟本书并非价值投资的“百科全书”，更多的是作为空白的一点填补，因为目前价值投资的书大多谈及都是“象、数”，对“理”并未予以重视，而这恰是最根本的层面。“其余的可在实践中慢慢学习、体会”说白了就是用真金白银去悟“理”的道，不知道看完本书后，能不能跳过用真金白银去悟“理”的道，至少经验证明悟道是可以不通过输大钱的，性格在这里起的作用很大。

本篇将展示企业财务分析与会计应用上，思考方式的不同；如存货周转率，财务会计只管计量，管理会计想的是如何提高周转率，财务分析则更侧重变化趋势和与同行业间的差距。会计专业的人“投身股海”铩羽而归的原因是钻牛角尖，这点很要命，就像前面所举的例子——招商银行的年报，其中的数据可以说包罗万象应有尽有，相信招行自己的管理层对这些数据也不是非常了解，可无论是管理或投资，对公司财务的考察应该“抓重点”，重要的方面只要抓住了，其他的也就好说了。

因此，接下来的内容并非想帮助不懂财务分析者入门，而是就财务分析的方法进行一些讨论，初学者可自行去找一本会计教材，这方面的书籍多如牛毛。在文章中将直接对问题进行讨论，不会对财务知识做常态性介绍，由于篇幅的关系，只要把紧要的部分讲清楚就是了。也许这样我的劳动更有点意义，书店中《财务会计》的书籍不下100本，高度相似近乎以官话阐述，章节排列也无大的区别，就无须汗牛充栋了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更不在乎多我这一篇，要讲的内容肯定是与这些书不一样的。

这里应该给出一个非常重要的概念，那就是财务分析能力学习到底以什么为准绳，如果以跟会计比“专业”，那就走错方向了，要弄清楚此问题，需求反过来问：学习财务分析到底要干什么用？为了分析上市公司，还是为了精通财务知识；精通财务知识之后又为何呢？总不可能为了精通而精通吧，那是蠢材干的事，说到底还不是为了分析上市公司；所以目的只有一个，就是用财务知识来帮助分析企业的经营情况。一般投资者总不可能想学好财务，去从事会计工作吧，那也太掉档次了，有筵席座上宾不当，跑到厨房去做大厨，很多新手学习会计知识抱着“大而全”的想法，恨不得最终成为注册会计师，这也是钻牛角尖的表现。

经过这个讨论现在对学习的准绳应该明确了，一切以能够熟练分析企业财务状况为标准，财务分析是了解企业最重要的手段，但切记并非是唯一手段。作者分析企业习惯以财务为出发点，又以财务为依归；譬如，高于同行的毛利率可认为是竞争力强的表现，从这一点出发要探究优势从何而来，是生产效率高、原材料成本低、高端产品定位或是品牌竞争优势，甚至于是母公司的关联交易导致的，原因千奇百怪没有一般定律，这就要求必须跳出财务，去了解导致高毛利率的原因所在。由毛利率变化直接引致净利率的变化，此时目光又转回财务，不过依然要考察期间费用变化情况、税金增减情况、营业外收支情况特别是存货周转率的变化情况，就是交易性金融资产或计提的减值准备也会对净利润产生影响，所以具体原因要具体分析才有意义。从财务上发生变化到考察变化原因，再返回财务看其引发的其他变化，当然其他变化又会触发更多变化。

从静态与动态的角度看，又会有不同的解读，企业还有发展趋势的不同，向上、向下、平行、反复、无规律，静态是看现在的表现，动态是从过去的趋势展望未来。假设一家企业去年营业收入增长25%，从静态看这家企业正处于成长期，如果以往五年的数据看是：10%、15%、18%、22%、25%，那么无疑企业在加速成长；但若是反过来，以往五年的数据看是：40%、37%、33%、29%、25%，那说明企业增长速度正在放缓，步入稳定发展阶段。从静态上看前后两家企业的增长速度一致，如果综合近五年的增长动力来看，前者肯定不如后者，而在发展趋势上前者明显优于后者；从管理者的角度，这是企业很自然的发展过程，就像人从出生到死亡的过程一样，可放到资本市场上，处于不同发展阶段的企业，“待遇”可是天壤之别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

57

三大财务报表的作用

会计有三大财务报表，分别是：资产负债表、损益表、现金流量表；资产负债表反映企业资产和负债分布情况，损益表即利润表，反映企业盈利情况，现金流量表反映企业的经营、投资、筹资现金流情况。三张报表在编制上相对单独存在，而在财务分析时却相互依存、相互影响，在实际使用中一定要三张报表综合起来看，对表内、表间的财务数据要辩证地看。如净利润大增而经营性现金流量反而减少，那这个业绩增长的质量就值得怀疑了，很可能由于“突击销售”所导致，又比如负债水平与财务费用不匹配，有可能是因为预收账款，该类负债不仅不增加费用反而产生利息收入，这样的负债多些放在银行吃利息也并非坏事。

三张报表以三维立体式展现一家企业的财务状况，多角度对一个经济实体的资产质量和经营业绩做报告；从三大报表的时间属性看，损益表、现金流量表属于期间报表，反映的是某一段时期内企业的经营业绩，资产负债表是期末报表，反映的是某个时间点上企业的资产状况。从相互作用上看，一个经营期间损益表、现金流量表会改变资产负债表结构，但长期而言，企业资产质量对盈利能力起到决定性作用，这又是资产负债表决定损益表、现金流量表。

从某种意义上讲，资产负债表系静态报表，而损益表、现金流量表系动态报表，表现为在一段时期内如何改变资产负债表；有点像资产负债表提供一个平台，损益表、现金流量表在台上长袖善舞。从这点上看在分析企业财务状况的时候，应该以资产负债表为根本，可我个人并太看重资产负债表，更愿意把损益表作为分析的根本出发点，其更好地反映期间企业的经营成果，高质量的资产就是通过盈利水平体现价值的。当然，相同期间前后两份资产负债表，也可以大致反映企业的经营状况，但总的来说还是比较迟钝和间接的。现金流量表对不同行业的表现大相径庭，如港口、高速公路、医药等行业一般都有较充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足的现金流，而银行、房地产、制造业现金流一般都较为紧张，所以现金流不能跨行业横向比较。

如何看资产负债表？

最主要的作用是分析企业的资产负债情况，即资产的配置和权益、负债的结构，资产=所有者权益+负债；报表从等号两边的角度，分别反映企业资产存在形式的明细，一方面是资产的配置情况，另一方面是股东权益与负债的比例和组成明细，在报表中分左右两列记录，如公式般，报表左右一定要相等，在会计上这是最主要、最根本的表内勾稽关系，很多其他会计勾稽关系都在此基础上建立起来的。

资产可分为流动资产和非流动资产，故等式可变成：流动资产+非流动资产=所有者权益+负债，又可进一步分解成：流动资产+长期投资+固定资产+无形资产=所有者权益+流动负债+非流动负债，双边一定是均等关系，这是会计的基本原则。总的方面正常情况下，流动资产占比越大越好，负债占比越小越好，但这并非绝对，负债过少有时证明企业已经过了成长期，管理层对未来悲观，已经不思进取抱着混一天是一天的心态在做事了。

在左边的资产形态中，固定资产越少越好，大部分优秀的企业没有太多固定资产，固定资产的价值很难正确估算，且由于账面价值每年需要计提大量折旧，影响企业盈利表现。固定资产多的企业，在这方面后期投入也要大，随着业务的拓展投入会越来越大，像无底洞般把赚的钱都投进去了。一旦此类业务不景气，企业需要转型应对，但这艘船已经太大难以调头，就算只是宏观经济不景气，也由此原因很难收缩战线，最后不得不眼睁睁看着发生亏损却无计可施；有时企业的净资产增长迅猛，可惜都在固定资产部分，假设企业经营不善倒闭清算了，这些固定资产会被贱价拍卖，实际所得可能连账面价值一半都没有，且要面临债权人、银行、优先股股东的瓜分，普通股股东对财产的要求权被列在最后，正常情况下其结果是连根毛都分不到，不禁地问“资产负债表上的净资产哪去啦？”在投资上要警惕大量资产都扎堆在固定资产的企业。

负债管理很能考验企业管理者能力，负债过高企业的财务费用会很沉重，如果这些钱没有派上用场，还会拖累盈利表现，负债过低，则不能满足企业正常发展资金需要，导致错失市场开拓良机，或证明企业的融资能力有限，融资渠道不畅通，恰到好处的负债水平是优秀企业的体现。除了负债水平外，负债结构也需要重视，债权人的结构还是其次，主要是流动与非流动负债结构；流动负债多可以减少利息支出，但却增加负债管理难度，要求企业有充足现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和再融资偿付能力，这种企业的流动比、速动比最好都要大于1.5；非流动负债多就没有这个问题，但需要增加利息费用支出，故此流动与非流动负债比例的分寸拿捏非常讲究水平，并无某个比例最合适之说，要结合企业的实际情况综合分析。

企业日常经营有许多账务往来，不可能完全做到绝对意义上的零负债，可负债率在25%以内的企业，很多是实际意义上的零负债，这25%基本来源于应付账款、预收款项、应交税费、应付职工薪酬等项目，属于“被动负债”，并非融资需要导致的负债，其实更可证明企业有良好的经营状态和信誉，在产业链上、下游都处于强势地位。泸州老窖（000568）就符合这个标准，这类企业不仅用不着融资，还有不少现金躺在银行里吃利息，所以其“财务费用”项下是负数的。

如何看损益表?

从收支和来源两个方面反映企业的盈利能力，等式表现为：利润＝收入－费用；要关注企业的利润表现，更要关注利润来源。投资者应该搞清楚一个问题：企业的存在意义是什么？现代市场经济的基本组成单位就是公司，可以很简单明了地说，企业的存在就是为了赚钱，其他的回答如创造财富、社会责任、增加就业等，都要在企业赚钱的前提下才可实现，只要以法律规范经营就可以，这其实就是现代资本主义。一家企业有没有投资价值很大程度上是赚钱能力决定的，而且钱要从实实在在的经营中挣得，企业盈利能力是投资决策的重要依据，投资者对此应该给予最大程度的重视。

损益表把收入与费用分成三个组成部分：主营业务收入与费用、其他业务收入与费用、营业外收入与费用；在新编制报表中往往只分成营业收入与费用和营业外收入与费用两部分。这与价值投资所站的角度不同，价值投资要求收入必须来自主营业务，这样的利润才有质量，若来自如投资性房地产或政府补贴等，对这样的利润要持否定态度。在了解企业收入与费用构成上，单纯只有损益表很难满足价值投资者的要求，不过其给出一个大致的利润结构；故此，在实际企业分析中，应该以损益表为根本，在此基础上去了解更多利润的细节，要跳出财务报表去探究详细的利润来源。

主营业务利润也不见得就一定有质量，如“交易性金融资产”项目下的收益，就会被算入主营业务利润，可这样的收入很大程度上是不确定的，也不具有可持续性，反而说明企业心猿意马、不务正业，这样的业绩增长从长期而言，对公司非但没有好处，反而是有害的，立竿见影的影响就是今年的利润基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数被放大了，明年股市不能持续上涨想要保持利润正增长将变得非常困难；况且上市公司"炒股"能力有限，在股市赚钱一般都是在牛市的时候，遇到熊市很难全身而退，如此明年的业绩可能会该资产的负面影响，一正一负加大业绩的波动起伏，增加投资者、企业经营的不确定性。

看利润表很简单，以等式原则从上至下减下来就对了，基本上分成三部分：营业收入－营业成本－期间费用＝营业利润；营业利润＋其他利润＝利润总额；利润总额－所得税＝净利润；要注意营业利润与利润总额的差距不能太大，否则就要仔细察看利润的来源，弄清楚差距从何而来，往往这笔收入不具有稳定性，另外期间费用的各项目也应重点关注，特别是"管理费用"项目，这是很多企业藏污纳垢的地方。

如何看现金流量表？

记录企业真金白银往来的情况，现金流量一般情况下很难造假，所以自然成为投资者考察企业盈利质量优劣的重要依据，等式表现为：现金流净额＝现金流入－现金流出。企业现金及等价物往来分三个方面：经营活动、投资活动和筹资活动，报表分别从这三个方面对企业所产生的现金收支情况进行记录。可以让投资者了解、评价和预计企业获取现金的能力、支付能力和偿债能力，评估、判断企业所获得利润的质量。注意看报表时不要被投资和筹资的作用弄糊涂了，不管是经营、投资或筹资，总之现金流量净额为正数即为现金净流入，负数即表示现金净流出。

现金流量表应该说是损益表的"最佳拍档"，好像站在损益表旁边验证它有没有说谎，又好像站在资金链上说明企业的钱是如何运作的。对于股市而言现金流量表放在利润表之后，但对 PE（股权投资）、VC（风险投资）而言，现金流量表才是第一位，因为没有上市的企业更容易财务造假，中国的企业尤甚，一般都有内账、外账，这是路人皆知的事情，外账是给税务、审计部门、银行等看的，当然也可以给 PE 投资者看，其实就是一本假账，故 PE 们更注重企业实实在在的现金收支记录，可靠性要比账本上的利润高许多。另外，中国商业特有的赊账文化，很多企业倒闭不是因为业绩不好，而是业绩"太好了"，但都挂在"应收账款"上，最后收不回来导致资金链断裂被迫关门；其实这个不止在中国，美国做过此类调查，结果表明美国企业因为效益不好倒闭的只占 30% 不到，其他的都或多或少跟资金链有关，资金链对于企业的重要性，跟血液对人的重要性差不多。

从经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额看，不是说越多越好或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越少越好，要具体分析才能看出好坏，“经营活动产生的现金流量净额”要与净利润相当较为理想，太多可能是收回以前赊账的原因，太少则证明销售业绩多以记账方式完成，一般而言在当期净利润85%～130%之间较为合适。“投资活动产生的现金流量净额”、“筹资活动产生的现金流量净额”很大程度取决于企业自身的发展决策，正常情况下都不应该太高；像筹资每年为负而企业又持有大量现金，或投资每年都占净利润比例非常低，这样的企业很符合价值投资的标准，泸州老窖（000568）就属于这种类型。

投资活动与筹资活动之间的相互关系可以说明企业正处在什么发展阶段，投资与筹资现金流量净额都为正，说明企业可能准备要增加某一方面的投资，往往这意味着转型或准备老树发新芽；投资现金流量净额为正而筹资现金流量净额为负，说明企业高投入已经进行到尾声或自身盈利可以满足投资需要；投资现金流量净额为负而筹资现金流量净额为正，说明企业处在高速扩张发展过程；投资与筹资现金流量净额都为负，说明企业自有资金充足，可以同时满足投资与筹资的资金需求。除此之外要注意现金流量净额与往期相比的增减情况，也许能够更敏锐、正确地认识企业发展方向。

上面说过，不同行业的现金流表现往往大相径庭，实际上同一行业的企业，现金流情况也可能千差万别，不能笼统地认为现金流充足就一定是好事，现金流情况紧张就一定是坏事，典型如苏宁电器（002024），该公司从上市到现在没有过一年的现金流为正数，主要跟其所处行业和发展阶段有关。其实无论哪个行业，高速扩张的企业一般现金流情况都比较紧张，处于“就差钱”的境地，现金流充足的企业可能是过了高速成长期了。

对三大报表的介绍到此告一个段落，表内勾稽关系应该观察，可聪明人不会止步于表内，开篇说过三张报表不是独立存在，而是相互关联的，即表间勾稽关系。各报表间不能分开独立地看，而要综合起来对比分析，相互印证，上面说过“资产负债表提供一个平台，损益表、现金流量表在上面长袖善舞”。最重要的两种表间勾稽关系是损益表、现金流量表同资产负债表的关系，现金流量表和利润表分别按收付实现制、权责发生制计量，在分析企业盈利能力的时候，应该更侧重于权责发生制，收付实现制起到补充作用。这两种不同的会计计量方法，在一段期间记录企业经营状况，且会反映到资产负债表中去：

一、资产负债表和损益表的表间关系主要系未分配利润项的期末数减去期初数等同于损益表当期的未分配利润项。

二、资产负债表和现金流量表的表间关系主要系资产负债表的现金、银行存款及其他货币资金等项目的期末数减去期初数，应该等于现金流量表本期现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金及等价物净额。

需要提醒大家注意的是，看财务报表不能静态地看一年的数据，得出的结论很容易以偏赅全，要综合以前年度的数据整体分析，看企业的各个数据具体变化趋势。推荐纵深分析的时间段以5年为宜，这个时间长度已经足够说明问题，八年十年没有必要，太过久远以前的数据，对今日而言已经失去应有的意义，特别是对于处在高速成长期的企业，况且现实上很多股票上市时间，还没达到那样的长度。

企业在会计处理上有一定的自由度，企业一般都会对报表进行或多或少的修饰，最平常不过的目的就是平滑利润，无论是财务修饰或造假，都可以从详细的财务数据中看来端倪。投资者在一定程度上可以容忍财务修饰的做法，但无法容忍财务造假，对粉饰业绩欺骗投资者的行为“零容忍”；而经过审计的财务报表最难偷鸡摸狗的就是现金流量表，对该表在“打假”上的作用应该给予重视。只要认真细致比较三大报表的表内、表间数据，再对往期的数据做同样的比较，一般的财务造假很难不露出马脚，另外与同行业公司进行比较，也是一个重要手段，应该注意与行业平均水平相差太大的数据。

应该关注财务报表附注部分，很多重要信息不会大张旗鼓出现在醒目位置，而会偷偷标注于此，往往这些信息又非常有价值。读年报附注时主要是为了解公司相关“阵营”内部的运作情况，包括控股股东、关联方、控股子公司的运作情况，这是财务造假的“根据地”，许多臭名昭著的案例都是以关联交易和子公司利润造假进行，几无一例财务造假案是“个体户”完成的，肯定是窝案，另外，会计政策变更和前期差错更正这些重要信息也会在此出现。

除了传统的三大财务报表外，原来资产负债表的附表“股东权益变动表”现在已经被“正名”，在新会计准则中，已经由从属位置被扶正，可以说现在有四大财务报表，但实际上该表没有得到足够的重视。它是从股东权益增减的角度反映问题，与资产负债表还是有很大的不同，可以认为是弥补了后者的盲点，如“直接计入所有者权益的利得和损失”、“所有者投入资本和向所有者分配利润”、“按照规定提取的盈余公积”、“会计政策变更和差错更正的累积影响金额”这些项目在三大报表中有点不清不楚，而在股东权益变动表中便可一目了然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

58

重要的财务指标

财务指标是按企业的财务数据编制的，一般以百分比计算，中国《企业财务通则》中为企业规定的三种财务指标为：偿债能力指标，包括：资产负债率、流动比率、速动比率；营运能力指标，包括：应收账款周转率、存货周转率；盈利能力指标，包括：资本金利润率、销售利税率（营业收入利税率）、成本费用利润率等；实际的分类至少还可以算上成长性指标和现金流指标，而且重要性丝毫不比前面三个差。

财务指标重要性有轻重之分，应该重点关注核心指标，但不可完全忽视非核心指标，因为各自反映不同方面的问题；财务指标和财务报表一样，不能孤立地只看一面，否则得到的结果肯定是片面的，一定要综合分析对比才能得到客观、正确的结果。财务指标并非越高越好，而要追求“合理”表现，即正常可持续增长的合理水平，比方说“主营业务收入增长率”达到100%，那应对这个增长可否持续严重怀疑，不可能有企业能够长期保持如此增长率；也要注意该指标增长的同时，毛利率是否在下降，如果是那证明企业在打“价格战”；还应该注意净利润率的变化，如果可以同步增长，虽然毛利率降了，但说明周转率提高了，企业整个进入良好运行状态，情况相对比较乐观，可以接受。

财务指标是用以理解企业财务状况的，进而分析企业的生产经营情况，因为具体的数据没有对比很难理解，之后对企业形成正确的认识，这即是指标存在的意义。在解读账务指标时依然不能死板，除了不同指标之间的相互影响外，财务指标自身的变化趋势也很重要，甚至比静态表现更重要。前面举过的例子“从静态与动态的角度看，又会有不同的解读，企业还有发展趋势的不同，向上、向下、平行、反复、无规律，静态是看现在的表现，动态是从过去的趋势展望未来。假设一家企业去年营业收入增长25%，从静态看这家企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正处于成长期，如果以往5年的数据看是：10%、15%、18%、22%、25%，那么无疑企业在加速成长；但若是反过来，以往5年的数据看是：40%、37%、33%、29%、25%，那说明企业增长速度正在放缓，步入稳定发展阶段。从静态上看前后两家企业的增长速度一致，如果综合近5年的增长动力来看，前者肯定不如后者，而在发展趋势上前者明显优于后者"；很好地说明了这一点。

财务指标应该在同行业间横向比较，这样很能说明问题，如果一个指标大大高于或低于行业的正常水平，我们认为不能偷懒，应该去探究其背后的原因。要是两家企业规模相仿，但属于不同行业的话，指标横向比较意义不大，横向对比要在同一市场上、同一行业之间进行才有意义；比如中国的房地产行业万科A（000002）和金地集团（600383）之间的比较，或银行业招商银行（600036）和兴业银行（601166）之间的比较就有意义，当然不同市场的比较也是可以的，但不一定要向人家看齐，如以美国 Pulte Homes 为"蓝本"，要求万科一定要怎么干，这是刻舟求剑的做法，各国的情况千差万别，可以相互学习借鉴，每家企业都有自身的具体情况，大家所走的路本来不同。

财务指标的使用要有"全局观"，我的习惯一般不看每股指标，因为A股上很多企业不分红，喜欢送红股，尤其是高速成长的企业，所以每股指标都被打乱了，失去了参考意义。比方说一家公司去年股本1 000万元，盈利1 000万元，即每股收益1元，今年盈利1 500万元，除权除息搞10送10后股本变成2 000万元，每股收益就只有0.75元，如此会变成净利润增长50%，而每股的净利润却负增长25%。

建议一般情况下不要看每股指标，有些"专家"就会在媒体上讲"每股盈利多少"，基本上都是不学无术的，根本没比普通股民懂多少，就是靠张嘴巴唠嗑股市专用术语。因为只要对一只股票稍加分析，就不可能不看多年数据，而多年数据在送股、转股、配股、增发的"蹂躏"下，已经失去参考意义，而正常情况下，上市公司又不可能多年不做这些事。那些喜欢提每股收益多少的"专家"，基本上是对大数字没有概念，所以喜欢这种每股的"小数字"，对他们而言比较有概念，反正这些人也不需要懂什么，他们是靠忽悠吃饭的。

主营业务收入增长率

据说巴菲特最重视该指标，其是观察企业市场占有率最直接的指标，要注意同行业的同期增长水平，只有超出同行业水平，才能证明增长具有质量，否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则只是“蛋糕”做大的被动增长而已；正常情况下要求该指标每年的增长率在10%以上，不过企业一味追求市场份额不见得是好事，要观察是否利用降价促销等竞争手段，需要降价促销的企业没有太大投资价值，这可在毛利率和净利润率的变化中知道答案，一般而言同步增长就没有太大问题，其计算公式为：

主营业务收入增长率＝（本期主营业务收入－上期主营业务收入）÷上期主营业务收入×100%

净利润增长率

这是观察企业成长性最重要的指标，相比起“净资产增长率”而言，由于净资产受企业IPO、增发、配股等因素的影响，其增长往往不具有常规性，参考价值不是很强。净利润的增长最理想是与主营业务收入增长同步或稍稍快些，如果主营业务收入没有变化而净利润增加了，说明这个增长来自内部，有可能是毛利提高了，也有可能是期间费用降低了，有时候来自非经常性损益或所得税的变动，它是企业盈利能力变化最直接的反映，其计算公式为：

净利润增长率＝（本期净利润－上期净利润）÷上期净利润×100%

毛利率

这个财务指标直接反映企业产品竞争力，经营毛利率、销售毛利率指的都是指该指标，相对于同行的毛利率水平高低，最能直接反映企业生存状况了，不同行业间这个指标没有可比性，比方说赣粤高速（600269）和苏宁电器（002024），但记住企业的好坏不是由一个指标决定的，指标也没有所谓的优缺点，一个指标就反映一个情况，我们不能要求一个指标反映很多情况，而做不到就是缺点，如此这般要求未免有失偏颇，从个人的角度而言，我不大喜欢那种毛利率很低的企业，其计算公式为：

毛利率＝主营业务利润÷主营业务收入×100%

净利率

这个财务指标的叫法比较多，除了净利率外还可以叫净利润率、销售净利率、销售利润率、经营净利率、主营业务利润率，其实指的都是一样东西，说明企业收入1块钱能净赚多少钱，看该指标的时候可以和毛利率比较一下，两者越接近说明企业的期间费用越低。也可理解为企业竞争力的一种间接表现，不用大量管理费用证明企业运作有效率，不用大量销售费用证明企业产品有市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，不用大量财务费用证明企业负债水平低，但两者太过接近往往由于利润并非来自主营业务收入，反而不是我们想要的，所得税率对其的影响比较明显，其计算公式为：

净利率 = 净利润 ÷ 主营业务收入 ×100%

存货周转率

这个财务指标直接反映企业的经营效率，另外以360除之可以得出“存货周转天数”，较高的存货周转率往往意味着流动资产比例高，指标高低直接关系到盈利能力和短期偿债能力，可直观反映企业的生产经营管理水平，正常情况下越高越好。高的周转率要么来自于营业收入，要么来自于低库存，无论来自哪都是好事，在工业企业中要警惕库存量快速上升的情况，其计算公式为：

存货周转率 = 主营业务成本 ÷ [（期初存货 + 期末存货）/2]

净资产收益率

这个财务指标是成熟资本市场投资者最关注的，同时又称股东权益收益率，其说明了企业自有资产的盈利能力，最朴实的说法“我投入一块钱，一年能够赚多少钱?”这是投资最根本的问题了，因此其也是最根本的指标，回答了企业自有资本赚钱能力的问题。看该指标要特别注意资产负债率水平，由于资产负债率大大高于同行所带来的高收益，利润的质量就应该受到质疑。在实际计算中可分为“全面摊薄净资产收益率”和“加权平均净资产收益率”，我们更喜欢用后者，但当下几乎所有数据编制中都采用前者，其计算公式为：

净资产收益率 = 净利润 ÷ 净资产 ×100%

资产负债率

这个财务指标反映企业的账务杠杆比例，企业处于高速发展阶段一般资产负债率会较高，但太高则要引起投资者的警惕，说明管理层可能头脑发热在搞“大跃进”，相反太低也不是好事，往往预示着企业无所事事，已经处于“守业”的状态，这类企业比较适合共同基金、社保基金的口味；该指标没有越高越好或越低越好的说法，但杠杆比例有一个合理的区间，要具体企业具体分析，站在管理者的角度考虑财务杠杆比例是否适宜，主营业务收入增长率超过20%，该指标理应相对高些，一般情况下在30%～70%之间较为常见与合理，其计算公式为：

资产负债率 = 负债总额 ÷ 资产总额 ×100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动比率

这个财务指标直接反映企业的短期债务偿还能力，我们已经知道资金链断裂对于一家企业意味着什么，资金链安不安全很大程度上取决于短期偿债能力，该指标就旨在说明此问题；而与之相生相伴的是“速动比率”，即是流动资产中能快速变现的部分，如现金、有价证券、应收账款等，该指标大于1说明企业无短期债务风险，较理想的情况是流动比大于2，速动比大于1，从该指标可以看出企业财务上是否可以做到从容淡定，若是两个比率双双小于1，现金流情况肯定捉襟见肘，企业只能对此疲于奔命，生产经营肯定会受到影响，其计算公式为：

流动比率＝流动资产÷流动负债×100%

比较重要的财务指标就介绍这8个，当然不是说这8个指标可以包打天下，从来没有一种功夫可以独立武林、唯我独尊的，其实各个指标间都有内在联系，一定要搞清楚其真实含义，抓住重要的指标分析，而其他指标也应加以观察，相互印证彼此之间的因果关系，才不至于得出以偏赅全的结论，真正发挥出财务指标应有的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

59

自由现金流说明一切

现金流是根据企业正常生意往来中有单有据的金钱交易记录编制的，这决定了在经过审计的前提下较难造假；财务造假主要出现在权责发生制计量上，由于收入无需以收到现金进行确认，亏损和跌价又可被挂账或以谨慎为由以准备形式存在，在会计上有较大自由操纵空间。自由现金流量则是根据收付实现制计量的，以是否收到或支付现金为编制依据，一般的操纵手法试图财务造假比较困难。

从物理角度而言权责变动发生后，只有真金白银的进出才有实质意义，自由现金流是杜绝财务造假最好的保护屏障，在以美国安然、世通等为代表的财务造假公司纷纷破产前，它们在财务报告中利润指标表现得完美无瑕，但无一例外都没有现金流的支持；自由现金流已成为欧美地区企业价值评估最广泛使用的数据。

对投资人而言，未来自由现金流量的数额等于可以获得的最大红利，从可持续经营角度看，理论上未来自由现金流经过折现可反映企业的真实价值，问题在于我们不可能知道未来的自由现金流量，事实证明再高明的投资者，对此的估算往往也是谬以千里。对经营者而言，自由现金流量可以作为判断财务健康状况的依据，当自由现金流量急剧下降时，预示着财务状况出现恶化，正常生产经营可能出现危机。对债权人而言，可以通过自由现金流量观察企业的偿债能力，若企业有稳定充足的自由现金流量，表明企业的还本付息能力较强、生产经营状况良好，提供贷款比较安全；如果企业的自由现金流量很低，甚至为零或负，表明企业的资金运转不顺畅，总是在拆东墙补西墙，借新债还旧债，提供贷款就有较大的风险。

事实上对自由现金流没有统一的定义，我准备把各种意见不一，甚至南辕北辙的计算方法简单列举一下，然后再阐述对这些计算方法的意见；一般现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有6种对自由现金流不同的认识，但实际上不止于这些说法。我的座右铭是：简单实用就是好；在对待自由现金流计算方法上也是一样，要的是可以帮助分析企业的工具，不是想要搞学术绕口令，更不想简单事情复杂化。我个人建议以下方第6条为标准最有效果，这6种计算方法分别是：

（1）自由现金流量=税前利润-资本性支出；

（2）自由现金流量=息税后盈余+折旧-资本性支出；

（3）自由现金流量=经营现金净流量-资本性支出+随意性资本支出；

（4）自由现金流量=经营现金净流量-资本性支出-营运资本增加额；

（5）自由现金流量=息税后盈余+递延所得税增加额+折旧-营运资本增加额-资本性支出；

（6）自由现金流量=期末期初的现金增加额+支付的现金股利-通过举债收到的净现金-通过发行股票收到的净现金+随意性现金流出+随意性投资。

要分别出6种方法孰优孰劣，不想一条条去解释，而准备用三条原则性问题来加以分辨：其一，自由现金流量必须以现金流量为基础，绝不能以利润为基础，这让我觉得荒唐；其二，化繁为简，自由现金流量不是用来绕口令；其三，实用性强，能够相对准确反映一年经营下来企业所能自由支配现金额。第一条原则剔除了（1）、（2）、（5），第二条原则剔除了（6），第三条原则可以剔除（3），因为（3）这个“随意性资本支出”在实际应用中并没有明显的可行认定方法。现在唯一剩下的只有（4）符合定义了；它是英国伦敦城市大学商学院的P.S.萨德沙纳姆教授，在其所著的《兼并与收购》一书中提出的，事实上我认为，站在实用角度有无必要减去“营运资本增加额”也有待商榷，我的建议是在实际使用中直接以“经营现金净流量-资本性支出”即可。

故此，我们认为自由现金流量（FCF）是指企业经营活动产生的现金流量净额扣除资本性支出（Capital Expenditures，CE）的差额，即：FCF=CFO-CE；注意是净额而不是现金流入总额。此处所指的资本性支出主要就是固定资产投资，企业该部分支出一般越少越好，在后面讲到固定资产部分我们会阐述对此的观点。出于自由现金流没有统一认识的缘故，我们给出自己通俗的说法：企业在一段经营期间所实现利润而得到的现金减去资本性支出，可自由支配的剩余部分现金金额，对于资本性支出可以理解为能够资本化计量的支出；所以，自由现金流量指的就是在不影响公司持续发展的前提下，可将由企业产生的现金流量自由地分配给股东和债权人的最大红利。

企业在净利润增长的时候，必须注意经营性自由现金流量是否同步增加，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过对它的同步增加要求没有如经营现金流量净额那般严格；因为在净利润增长的时候，企业往往处于成长期，此时的资本性支出正常情况下会较大，因此可以解释净利润增长，而自由现金流量滞涨这种现象。但如果长期如此，或原因不是出于资本性支出，那净利润增长的真实性就应该受到质疑了。只是有些行业例外，如银行、房地产、连锁商店，这类行业天生就有“资金饥渴症”，现金流会长期处于负数的状态，企业越是成长现金流越紧张。自由现金流充裕是“百年老店”的共同特征，是企业抵御经济衰退和突发事件的有力保障，在可持续经营的百年老店中，很少有现金流情况长期紧张的企业。

另外，自由现金流量还可分为企业整体自由现金流量和企业股权自由现金流量，但这个对价值投资的意义不大。值得一提的是我们反对以自由现金流估算企业价值，这跟第 14 篇文章反对“绝对估值法”的态度完全一致，其中主流“绝对估值法 DCF”就是以自由现金流为基础，学术派搞出的这套模型只能在庙堂之上摆弄，而放在实际应用中我只想用无稽之谈来形容它。

例子：美的电器（000527）

单位：元

	净利润	经营活动产生的现金流量净额	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
2009 年	1 891 901 830	2 056 466 980	1 123 105 380
2008 年	1 033 024 670	3 752 847 690	2 027 854 632
2007 年	1 212 187 237	1 748 345 581	1 324 571 346
2006 年	536 146 275	1 043 215 437	832 352 263
2005 年	3 817 683 901	853 309 629	1 499 413 831

这里所使用的单位为：元。以上面对“自由现金流”的定义，用“经营活动产生的现金流量净额－购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”计算美的电器近 5 年的自由现金流量为：

2009 年	2 056 466 980 − 1 123 105 380 = 933 361 600（元）
2008 年	3 752 847 690 − 2 027 854 632 = 1 724 993 058（元）
2007 年	1 748 345 581 − 1 324 571 346 = 423 774 235（元）
2006 年	1 043 215 437 − 832 352 263 = 210 863 174（元）
2005 年	1 853 309 629 − 1 499 413 831 = 353 895 798（元）

美的电器公司即是现金流比较紧张的类型，可以看出该公司经营现金流量净流入和资本性支出是同步的，基本上只要手头有现金，很大部分就会投入到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本性支出当中去，净利润绝大部分都转化为资本性支出，准确地说是固定资产。但有一个特点，2005~2007年每年自由现金流都不及资本性支出的1/3，但2008年、2009年自由现金流陡增，可惜原因不是资本性支出减少了，而是经营现金净流入增加了，2008年公司利润是下滑的，而却有3倍于净利润的经营现金净流入，这就必须跳出财务去找寻具体原因。

公司每年的经营现金净流入均大于净利润本来是好事，但大大超过也需要了解其具体原由，如2005年净利润加上“少数股东损益”也只有636 755 008元，收到的现金1 853 309 629元是其3倍。此外还有一个非常重要的信息，每年资本性支出都超过净利润，这是非常糟糕的情况，在2009年这一情况有了改观，但若想知道这个改观是否为暂时性的，问题的答案在年报中，作为一个价值投资者必须懂得如何读年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60

净资产收益率最实用

企业存在的第一意义就是赚钱，这好比逆水行舟，不进则退；不盈利就会亏损，企业应该用尽一切可行办法赚钱，使自身健康发展；公共事业类的国有企业却应以微利为经营目标，特别是在没有竞争的环境下，暴利来自于行政垄断的国家权力资源，根本上无异于对纳税人财富的掠夺。这里讨论的是市场环境下，没有特殊背景和使命的企业，存在的根本理由就是有盈利能力，最能表现为股东赚钱的财务指标是——净资产收益率。

后面要介绍的“杜邦财务分析体系”就是以净资产收益率为核心的财务分析方法，因为到时有一整篇对该体系的讨论，现在就暂且不展开了，提及只是想说明该指标的重要性。可以说一切企业的行为归根结底都在利润上，而利润的多少就表现了盈利能力的高低；在此企业自身的净资产很重要，因为这是一个利润与净资产对比的关系，两家企业同样赚 100 万元，A 企业用了 500 万元赚得，B 企业用了 1 000 万元才赚得，那两家企业的盈利能力就不可同日而语了。

在实际应用中有两种净资产收益率的计算方法：

全面摊薄净资产收益率 = 报告期净利润 ÷ 期末净资产

加权平均净资产收益率 = 报告期净利润 ÷ 平均净资产

全面摊薄净资产收益率是以期末净资产为分母，而不是期初净资产，即是说 100 万元一年盈利 20 万元，净资产收益率不是 20%，而是 16.7%，这一点需要注意，容易搞错。平均净资产是：（期初净资产 + 期末净资产）/2；从理论上说加权平均净资产收益率更具参考意义，但当下几乎所有数据编制中都采用前者。

从公式中可知道计算净资产收益率的分母是净资产，其受公司上市、增发、配股等的影响，特别是上市 IPO 往往增加不止一倍。在 A 股特别高的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票发行价格下，造成许多公司超额募集到超出需求的资金，往往也是躺在专用账户上浪费掉，从根本上违背了资本市场为使资源配置最优化的理念。该现象的结果是使得公司上市后净资产成倍大增，利润短期又不可能跟上，从而使得净资产收益率成倍下降，许多创业板公司上市前净资产收益率是50%，上市后只剩下10%就是这个原因。从表面看主要由于承销制度的问题，因为不愁发不出去，投行都愿意出高价承销，根本上是一级市场的疯狂所致，投资者热衷于“打新”造成高溢价发行，釜底抽薪的办法是引进存量发行制度。另外，也要注意分红对该指标的影响，因为分红会造成净资产的减少，特别是每年把净利润差不多都分红的公司，该指标容易保持在高位，典型例子如近几年的盐湖钾肥（000792），其是出于对股改时的承诺，目前已经履行完毕。

上述问题的解决方法是参考“净资产增长率”、“净利润增长率”，净资产增长率可直观地反映净资产的增减变化，净利润增长率是最敏感的盈利数据指标，由于每年的净利润并未受公司上市、增发、配股等的影响，可真实反映企业盈利变化情况；如若净资产收益率从去年的50%，下降到今年的10%，而净利润同比却是增长的，净资产收益率如此大幅地下降很可能就是筹资活动造成的，原因是否如此只要打开股票软件按“F10”即一清二楚，增发、配股也会有类似的情况，但下降幅度一般没有这么大。与此同时要分析净利润是否来自主营业务，如果利润只是一次性“非经常性损益”那应该剔除出去，只有持续稳定来自主营业务产生的利润才有意义。

最后一点需要说明的是，净资产收益率并不代表企业的资产盈利能力，所以需要参考“资产净利率”，这才是企业资产盈利能力的表现，其计算公式为：资产净利率 = 净利润 ÷ 总资产 × 100%。两个概念要分清楚，一个是公司为股东赚钱的能力，另一个是公司资产的经济效益；区别就体现在资产负债率上，高杠杆的负债水平可以帮助企业扩大资产基数，只要企业总资产的盈利为正数，越高的杠杆比例，股东越能获得高额回报，但事物都有两面性，反过来如果总资产的盈利为负数，则会增加股东的亏损。

例子：盐湖钾肥（000792）

该公司最近5年没有配股、增发，也没有发行可转换债券或权证，即是说没有用股权的方式筹集资金，公司发展对资金需求不是很高，主要资金渠道是经营性现金流，在不分红的情况下公司拥有充沛现金流。除了没有以股权形式再募集资金外，公司也没有转、送股或股改对价新增股数，因此，从2004年6月至今总股本都为76 755万股。由于大股东股改时所作承诺之关系，2006～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年将当年可供分配的利润进行全额分配，从 2005～2009 年派现占净利润的比例高达 9 成，基本上可以说是把净利润全额分红了，净资产由于高分红没有得到累积，使净资产收益率容易保持在高位。

单位：%

	净资产收益率	净利润增长率	净资产增长率	资产负债率
2009 年年度	40.63	-9.86	5.35	46.07
2008 年年度	47.49	37.77	19.65	37.01
2007 年年度	41.24	21.51	15.09	41.18
2006 年年度	39.07	57.42	26.02	41.29
2005 年年度	31.28	74.94	20.94	44.31

公司的净资产收益率处于超高水平，除了本身的盈利能力强之外，很大程度上是由于每年的高分红所致；低速增长的净资产，保证了这么高的净资产收益率。资产负债率水平处于相当合理的区间，以这个财务杠杆取得如此的股东回报水平很值得肯定，资产负债率本来处于温和下降过程，受到 2009 年钾肥行情不景气的影响而回升。尽管在行业不景气的时候公司管理层力挽狂澜，但敏感的净利润同比还是下降了，净资产收益率也无可避免调头向下，其实经营现金流量净额下降幅度更加明显。从公司三大财报中可以发现，就算净利润下降 9.86%，其中还有很多系赊销，从销售费用同比增长 4 倍可以看出，公司应对市场衰退的力度，营业收入同比增长肯定了这个努力的价值，而净利润增速的下滑有宏观的因素，致使毛利率陷入低谷，同时营业成本增加近 1 倍，也致使净利率大幅下滑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

61

成长要靠主营业务

主营业务增长率据说是巴菲特最重视的财务指标，其代表企业市场份额是扩大抑或萎缩，从长期价值投资的角度考虑，这是最关键的问题，原因很简单，若想得到长期、持续、稳定的利润，那么公司就必须有生意做，才可能有收入，利润才有从谈起。从大局上看，一家企业市场占有率的增减，可充分说明竞争能力的强弱，能从竞争对手那边争取到客户，对于逆水行舟的企业经营是最好的防守。

在股市中投资者习惯寻找高成长的行业和公司，高速成长中的行业，通常所有公司都活得比较滋润，因为市场需求在不断增加，不需要开拓就可以获得超越以往的业务量。可一旦行业不再那么景气，那情况就不是这样了，有些公司还会逆市继续增长，但大多数公司有业绩下滑压力，逆市增长的公司是在侵吞其他同行的市场份额；此时开始行业走向逐渐成熟，市场份额向优秀企业集中是发展的必然。

投资者很难知道哪家公司会在将来行业竞争中胜出，这样的远见要看到数十年后，拥有如此眼光的人凤毛麟角，同时也有运气的成分，看得准不准只是概率高低问题；不过要找出优秀的企业也不是无迹可寻，超越行业平均增速才是公司主动增长，这是优秀公司一个明显的特征，否则只是市场蛋糕做大过程中的被动增长而已，这类公司就容易成为将来行业成熟时的牺牲品。

故此，应该在考虑公司成长性的时候，与该行业其他公司作横向比较，注意行业平均增长水平对其的影响，超越行业成长是优秀的一项重要指标，但注意不是唯一指标。分析一家企业优秀与否、将来的发展前景是件非常复杂的事情，而且永远不可能有肯定的答案说一定看得准，只能够尽力地找出这样的企业，做出投资组合，在概率上力保成功几率更高，而选择超越行业成长速度的企业，为投资提供一个重要的参考依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于主营业务增长的质量也要充分考虑，以前反复强调企业一味追求市场份额并非好事，反而会带来巨大的经营风险；战线拉得过长而后勤补给跟不上，这是致命的错误，对长久发展并无好处。要看企业的主营业务增长是否为“蛇吞象”心理，参考净利润的同期变化情况很能说明问题，最好是与净利润同步增长，警惕主营业务增长而净利润却下滑的情况，往往为将来的风险埋下伏笔，但对周期性行业要注意价格波动周期的影响。另外，毛利率也是观察营业收入增长质量绝好的指标，与净利润变化比较还要更敏感些，因为只要公司降价促销，就很难保持原有的毛利水平，所以主营业务收入增长时能保持原有毛利率为佳；只要主营业务增长的时候，净利润能同步增长、毛利率不下降，那么可以基本确定这个主营业务收入增长的质量是可靠的。

一般如果主营业务收入增长率超过10%，可认为企业处于成长期，资本市场称为成长型公司；如果主营业务收入增长率在5%～10%之间，说明公司已进入稳定期，处于守业的状态；如果主营业务收入增长率低于5%，说明公司已经处于衰退前期，若没有采取有效措施改变局面，想保持市场份额会越来越困难，有可能不久会步入衰落；商业永远就是这样，逆水行舟、不进则退。

例子：马应龙（600993）

1. 主要会计数据（单位：元）。

营业利润	214 608 740.69
利润总额	220 540 831.24
归属于上市公司股东的净利润	180 081 085.42
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	114 409 852.31
经营活动产生的现金流量净额	216 112 501.79

2. 非经常性损益项目和金额（单位：元）。

非流动资产处置损益	256 812.40
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	6 611 125.93
债务重组损益	1 000 000.00
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	82 716 348.17
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-1 935 847.78
所得税影响额	-14 247 158.32
少数股东权益影响额（税后）	-8 730 047.29
合计	65 671 233.11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 公司前三年主要会计数据和财务指标（单位：元）。

主要会计数据	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入	1 021 983 355.06	809 630 970.50	548 633 980.06
利润总额	220 540 831.24	89 448 981.02	184 765 703.14
归属于上市公司股东的净利润	180 081 085.42	80 429 493.75	133 403 761.26
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	114 409 852.31	69 277 328.85	34 852 790.46
经营活动产生的现金流量净额	216 112 501.79	102 586 327.54	6 485 044.06

4. 公司近 3 年第一季度净利润（单位：万元）。

	2010－03－31	2009－03－31	2008－03－31
净利润	5 200.26	5 589.08	1 049.06

在价值投资者的眼中，马应龙是被摒弃公司的典型案例；大家都觉得它是医药、高技术壁垒、成长股，再加上该企业有历史，很受价值投资者推崇，当我看完它 2009 年年报时觉得其为鱼目混珠。它的控股股东是中国宝安（000009），马应龙的董事长、副董事长都不在公司领取薪水，是中国宝安外派来的，经营上全是中国宝安说了算，让马应龙收购一些地方连锁药店，又都是效率不好的资产……更重要的是这家制药企业有“鸿鹄之志”，立志效法股神巴菲特，打造一艘金融投资旗舰，在股市中刀光剑影、神出鬼没，营业利润中有 82 716 348.17 元来自股票投资，即在“交易性金融资产”项目下，净利润中有 65 671 233.11 元来自“非经常性损益”项目，占归属于上市公司股东的净利润 36.47%，说到底这部分收入就是炒股赚来的。

在此基础上看对其业绩的影响，首先介绍一下“时代背景”，中国 A 股 2007 年是一轮大牛市，2008 年是一轮大熊市，2009 年又是一轮小牛市；把眼光转移到“（三）公司前三年主要会计数据和财务指标”中，“营业收入”2008 年呈快速增长之势，比 2007 年同比增长 47.57%，而“利润总额”却同比增长－51.59%，这本来挺让人费解，但想想 2007 年是大牛市就豁然开朗了。2007 年“归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润”是 34 852 790.46 元，只占“归属于上市公司股东的净利润”133 403 761.26 元的 26.13%，其余 7 成多都是炒股收益；2008 年可就没这么多非经常性损益的净利润可以充实业绩了，净资产收益率从 2007 年的 18.57% 下降到 2008 年的 10.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年股市行情好了，同样可以看到在“营业收入”稳步上升的同时，“利润总额”翻倍增长，这都是因为非经常性损益的缘故，具体而言是股票投资收益导致的。客观上讲如果抛开股票投资来看，公司的成长形势确实很不错的，“扣除非经常性损益的净利润”114 409 852.31元、69 277 328.85元、34 852 790.46元，对比营业收入正是同步增长；可惜该公司心猿意马，放着主营医药大好的发展前景不下工夫，总想着在股市上投机倒把，这与其公司治理结构不无关系。

最后看一下“（四）公司近三年第一季度净利润”，大家都知道2010年A股进入了振荡整理的区间，大盘股甚至呈单边下跌窘境，从目前马应龙已经公布的一季度报数据看，利润同比已经下滑，主要原因依然是股票投资损益所致，下面引用一段马应龙一季度报中的话“本报告期公司共实现营业收入2.58亿元，同比增长11.48%，其中母公司实现营业收入1.19亿元，同比增长30.03%。公司共实现归属于母公司所有者的净利润为5 200万元，同比下降6.96%，主要为上年同期证券投资收益较大所致。本期扣除非经常性损益后的净利润较上年同期增长64.13%，主要为主营业务收入较上年同期明显增长”。

长期价值投资有点像找结婚对象，是准备要“一生一世”的，那就得找踏实的人，而不是一个“赌徒”，虽然我并非长期价值投资者；作为价值投资标的马应龙，投资者为什么把票投给它，因为它是有历史的医药企业，而不是投资很在行的伯克希尔公司，但它现在所做的事并不符合把票投给它的理由，看了公司的主营业务和产品状况，可以说形势一片大好，是不错的投资对象，只是公司现在跟炒股绑定在一起，而且占比还那么大，就不是这么回事了，至少我个人不喜欢这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

62

应该剔除的收益

任何一家公司的生存与发展都依赖于创造价值，在市场经济下公司的存在就是为了盈利，没有盈利能力的公司就没有存在的必要，至少道理上如此，所以上市公司每季度、每半年、每年都要提供业绩报告，半年报、年报是以法规的形式要求一定要提供的；这些业绩报告就是向股东交代，本期赚了多少或亏了多少，股东权益变动情况等。很多初出茅庐的投资者会信以为真，不加判断相信上市公司的业绩报告，至少存在三种对实际情况失真的可能：一是谁都知道的财务造假；二是采用会计手段调节利润；三是会计算法与投资者需要的算法不完全相符。

第一种可能前面粗略介绍过以现金流和表内、表间等手段加以识别，但毕竟这不是我们所要讨论的重点，想要了解这方面相关分析技巧还得另找其他书籍；第二种情况需要对财务会计有较深认识，然后细读公司年报与财务报表，一般的财务调节手段都能被识破；关于第三种情况，主要问题还是在利润方面，这是本篇所要讨论的主题。在一家公司的利润构成中，除了少许直接记入所有者权益外，来自各方面的利益流入，都会被当成利润拿出来报告，以前分为三部分：主营业务收入、其他业务收入、营业外收入；现在基本上只分为两部分：营业收入、营业外收入。

当然，利润构成不包括资本运作的权益流入，这部分直接记入“实收资本”和“资本公积金”；另外，上面提到的“少许直接记入所有者权益”一般都记入在“其他资本公积”，所以看一家公司资产负债表的时候可以看“其他资本公积”多与否，如果不多一般就无这方面的权益流入。除此之外的权益流入，一般都被当成利润计入当期收益了，以下指出的9个会计项目，从价值投资的角度不适合当成实际业绩充数，虚增业绩会直接带来投资风险。

（1）投资带来的收益：包括交易性金融资产和持有至到期投资项目，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括房地产投资这等“营生”，股票投资这活别说上市公司，就是专业投资人也是如履薄冰、如临深渊，也不能保证每次都旱涝保收，上市公司这部分收入应该说很具有随意性，一般随着市场上升而赚钱，又随着市场下跌而亏损，客观上加大了业绩的波动，增加潜在的投资风险。

（2）资产价值重估导致公允价值变动损益：很多时候是上市公司喜欢倒腾的会计项目，因为该项目可操控空间非常大，具体可看金融街（000402）案例，其有许多租赁性质的房地产资产，由于篇幅原因这里就不展开介绍了，对价值投资者而言这样的收益没有意义。

（3）处置长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、其他长期资产产生的损益：这个就无须解释了，一家公司的经营都搞不掂，沦落到要卖固定资产了，还要讲什么？也许有人会说固定资产只是公司产业升级或到期报废处理，但问题的核心在于这样的收入有可持有性吗，根本上不能反映企业的盈利能力，属于一次性买入。

（4）政府补贴带来的收益：政府政策是灵活的，今天支持发展的产业可能明天就会面临调控的命运，如新能源中的多晶硅或风力发电设置制造业，昨天还说绿色 GDP、朝阳行业，政府到处忙着招商引资，给优惠政策、给补贴；今天就说产能过剩要调控了，与钢铁、水泥这种高耗能、高污染的产业同列，当然此一时彼一时，补贴就更无从谈起了。

（5）债务重组、资产置换所带来的收益：这种就更不用多谈了，不是要给出理由为什么它不能列入收益，而是你应该告诉我这个为什么可以列入收益。它跟企业的盈利能力毫无关系，或者说就因为盈利能力不济才在搞重组，且彻头彻尾是一次性收益。

（6）有关资产的盘盈或盘亏、会计方式变更带来的收益：这样的收益属于公司内部自己倒腾出来的，充其量就是活折腾，没有太大的意义，我们连固定资产都不放在眼里，还注意盘盈的这点账面收益。这就好比一个作家说我的钢笔是名牌的，这跟你文章写得好不好有关系么？好作家给他支铅笔也照样能写，他的价值在于头脑和思想，而不是写的字漂亮与否，与笔更没有任何关系，何况现在都用电脑打字了。

（7）营业外收入：其实以上多属于营业外收入项目下的损益，比如处置固定资产所带来的收益，但在这里我们还是愿意把其单独列示开来，在该项目下的收入全部都不应该作为利润，这部分收入应该全数剔除出本期的收益，对于这部分收入占总收入比例太大的公司要特别注意；就像一个人买彩票中了500万元，不能说这个人赚钱能力很强，而且几乎可以肯定没有下次，一个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一辈子先后两次中500万元，好像没有听说过，应该没有吧，反正我没买彩票不清楚。

（8）审视关联交易：这一部分的损益要特别关注，很多上市公司的集团母公司总是恨铁不成钢，决定老子来帮助，以充实上市公司业绩表现；或反过来不为股东谋利益转而谋股东的利益，东西很贵卖给上市公司或者很便宜从上市公司买东西，也可能违背三独立、五分开原则，双方在生产、供应、销售上不独立，在人员、资产、财务、机构、业务上不清不楚。这些都能达到输送利益的目的，要深入研究上市公司是否存在这些或类似的情况，如果最后的答案是肯定的，那这不是剔除收益的问题，这家公司压根不值得投资。

（9）利润虽出于主营业务收入，但有充分证据表明收入只是一次性的：一次性的收入就应该剔除出本期收益；比如企业现在有大量积压库存，本来送人都没人要的，已经计提了足够的存货跌价准备，现在有人准备买下这些存货，那企业肯定求之不得了，尽管必然会贱卖但也愿意，好过这批货占用仓库或被当垃圾处理掉，还得倒贴人工成本，这样的收入应该算是走运，而且一般没有下次了，或者说有下次那更可怕，按规定企业取得收入后应该转回跌价准备，或许会出于其他考虑记入当期收益，对于这样的收益不剔除行么？

事实上还有其他需要剔除的收益，只是那些都十分琐碎且数额一般不大，就不一一罗列出来了。可就算把那些都列出一张表来，死记硬背中国式学习是没用的，只会浪费巨大的精力最后成为脑袋中的知识垃圾，论背有谁能背得过电脑，如果背诵就行，那么电脑就搞定了，就是因为需要人的主观能动性，所以上面这些稍稍看看就行，本文只需记住下面两条原则即可：

一、不来自主营业务收入的利润应该被剔除出去；

二、没有可持续性的收益同样应该被剔除出去。

以后一遇到净利润就把这两条原则先给套上去再说，合格了再谈其他方面的，至于是否在我们列举的9项中不重要，学习一定要活学才能学到东西，本人就是中国死记硬背式教育模式的牺牲品，倒不是我去硬记，就是因为思维活跃不愿意死板的记东西，所以学习成绩不怎样；现在我所掌握的极为有限的知识中，不是来自书本就是来自网络，很少是在课堂上学到的，老师在讲的时候我的思维会先跑在他前头，然后想东想西以为等他一下，但这样的“神游”常常就回不来神了，不一会工夫就下课了，啥内容都没听到。这儿列举了9项该剔除的收益都非常具体，无须例子也可以理解，就不耽误大家工夫了，其实只要记住后面两个原则就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

63

考查三项费用

三项费用亦称为期间费用，即无法直接计入产品生产成本之外的其他费用，按当期实际发生额确认后计入当期损益。三项费用分别是：销售费用、管理费用、账务费用；它们能从侧面反映一家企业的许多问题，因为企业的经营状态归根到底都要在数据上予以反映，三项费用与同行业的对比和自身变化趋势投资者都应予以关注。

销售费用

旧会计准则叫“营业费用”，新会计准则下称“销售费用”，指在整个销售过程中，各环节所发生的费用，销售过程中发生的费用和进货过程中发生的费用都计入该项。公司销售商品过程中发生的费用包括：运输费、装卸费、包装费、保险费、广告费、展览费、租赁费（不包括融资租赁费），以及为销售商品而专设的销售机构职工工资、业务费、福利费、办公费、差旅费、折旧费、修理费、物料消耗、低值易耗品的摊销等经常费用都可计入营业费用，但生产型公司不能将其计入销售费用，而是计入材料成本。

以上很容易看出销售费用的作用是什么，应该说公司只要加大了对市场的营销力度，都会在销售费用项下得到体现；我认为可以把销售费用分成两种类型：一种是销售过程中必须增长的费用，暂且称为被动销售费用，如运输费、装卸费、包装费这类为增加销售量必须增加的费用；另一种是公司自行决定增减的费用，暂且称为主动销售费用；如广告费、展览费、职工工资这类则是公司可主动控制的费用，重点在于考查这一类的变化情况。

应该说被动销售费用的增加对公司是有益的，因为其预示着业务量的增加，对于此类增加永远持欢迎态度；但是主动销售费用就不尽然了，合理、有效地增加可以说明管理层积极开拓市场，着力开发产品的市场空间，但太高速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长往往证明产品没有优势、市场竞争力不强、整体行情冷淡或需求有限，如盐湖钾肥（000792）2009年市场的开发力度就前所未有的加强，故该费用立马发生剧增，正是因为行情冷淡带给业绩的压力所致，同时“应收账款”也发生剧增，基本上已经说明经营情况有变化了。

管理费用

为保证公司正常经营活动有序展开，在公司管理和组织生产过程中，由行政管理部门产生的各种费用称为管理费用；管理费用包含的内容相当庞杂，往往也成为“大隐于朝”的对象。其中包括折旧，如无形资产、长期资产、待摊费用摊销；一些税费，如车船税、土地使用税、房产税、印花税；行政管理部门发生的日常开支，或者应由公司统一负担的公司经费、工会经费、待业保险费、劳动保险费、董事会会费、聘请中介机构费、咨询费、诉讼费、业务招待费、技术转让费、矿产资源补偿费、职工教育经费、研究开发费、排污费、存货盘亏或盘盈、提取的坏账准备等。可无论管理费用多么庞杂，都是为使企业整体正常运转而发生的支出。

管理费用是企业行政管理部门为组织和管理生产经营而发生的各项费用，该项费用与销售收入的比重可以体现一家企业的行政管理效率。作为一项反映行政管理支出的期间费用，管理费用占营业收入的比重（即管理费用率）越低，代表公司的费用控制能力越优秀，行政管理的效率越高。

研究管理费用的意义还不仅仅于此，纸面上看，这只是企业用以记录期间费用的一个科目，但实际上管理费用是交易“藏污纳垢”的项目，企业管理者违规使用公司资金，非法行为的专业，多列入管理费用项下。此外，管理费用还是企业操纵利润的工具，无论是坏账准备，还是存货跌价准备，都可以被企业管理者用来虚增或平滑盈利。

由于管理费用的构成复杂，因此，这一科目也常为企业管理者所利用，成为一个藏污纳垢的会计科目，具体体现在以下几个方面：

首先，一些企业管理者将企业资金用于个人及家庭消费，将个人和家庭的日常开支和固定资产购置支出全部列入了企业的管理费用中，增加了企业的期间费用，既实现了假公济私，又给企业减少了部分税收；其次，一些企业为实现某一经营目的而进行的行贿支出，一般也记录在该科目下，并以业务招待费等名目来反映；最后，一些企业为了虚增或调节利润，可能选择应收账款坏账准备以及存货跌价准备来进行调节，从而通过管理费用来干预盈利，达到粉饰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润或平滑利润的目的。①

财务费用

指公司为筹集和使用资金过程中所发生的费用，包括公司在生产经营中的利息收支、汇兑损益、相关手续费，以及筹资发生的其他财务费用。要注意并非所有的贷款利息都应计入财务费用，例如公司筹建期间发生的开办费用利息，就应计入长期待摊费用；在购建固定资产或无形资产时，尚未交付使用或虽已交付使用但尚未办理竣工决算之前的利息支出，应该资本化后计入所购建资产之成本；清算期间发生的利息支出应该计入清算损益。

利息收支包括贷款利息、应付票据利息、票据贴现利息、应付债券利息、长期应付引进国外设备款利息等利息支出减去银行存款利息收入后的净额；汇兑损益在公司有外币业务时，结账时由于汇率变化使得账面外币价值变动而造成的损益；相关手续费是指公司与金融机构往来过程中发生的各种费用，如银行结算费用、票据的银行手续费和调剂外汇手续费、购买、发行债券支付的相关费用等，但不包括发行股票所支付的手续费；其他财务费用指除了以上所说三种之外的与财务有关的其他费用，如融资租入固定资产发生的融资租赁费用。

财务费用开支大小是公司资本运作的结果，是公司账务杠杆比例高低的体现，一般情况下四项财务费用开支中后三项所占比例都很小，最主要的还是借贷款利息收支起决定性作用。我们喜欢那种该项费用为负的企业，证明银行存款利息收入大于贷款利息支出；或是该项支出虽为正数，但只占净利润很小比例的企业；公司若需要很高的负债才能为股东创造利润，这样很难说有高投资价值，中铁二局（600528）就属于这一类；但不同行业对资金的需求截然不同，也不能一概而论认定低负债就好，而应该与同行业比较，结合公司实际情况综合分析，不过一般低于同行业平均负债水平和财务费用支出是公司优秀的一种表现。

① 管理费用介绍中部分文字摘自《最能花钱公司：工商银行管理费用1 017亿元》（作者：周俊载《投资者报》）一文，无论是对管理费用的认识程度、表达力度或文字风格，笔者认为都比自己写的要好，故只稍稍作了点小修改，但文字层次和意思没有改动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

64

如何看待固定资产

从经营上看，固定资产是企业存在的"载体"，但对投资者而言，固定资产是一家公司最没有价值的资产，我们与传统价值投资方法最大的不同就在于此。企业经营和投资对固定资产的看法，是因为考虑问题的角度不同，管理层围绕的中心问题是如何把这家企业经营好，投资者围绕的中心问题是这家企业经营得如何，至于如何经营企业成了次要问题。虽然是次要问题，但并非不是问题，作为一个合格的价值投资者，前面反复强调不仅要看经营业绩，也要看业绩的来源，我们讨厌固定资产很多，且需要持续高投入的公司。

每年的计提折旧虽不影响现金流量，可会影响公司的盈利表现，尽管从某种角度看，利润本来就产生于固定资产的基础之上，道理上若企业固定资产所产生的利润大于折旧会对盈利有正面贡献，但盈利能力强弱和稳定与否又是另外需要考虑的情况了。当然固定资产同时也作为企业"吃饭的家伙"不可或缺，注意并非反对企业拥有固定资产，这是不合理更无法办到的，要求的是固定资产占总资产比例不宜过大，此外，每年盈利投入到固定资产的比例也不能太高；如前面所举之例子美的电器（000527），每年所赚的钱几乎全数投入到固定资产中，这样的企业没有太高的长期投资价值。

在企业估值中，千万别相信固定资产账面价值，这是不能兑现的纸上财富，假设企业破产清算时，把固定资产拍卖，很可能连账面价值一半都不到，其所得还有债权人、银行、优先股股东排在前面领钱，普通股股东往往一分钱都拿不到；更何况经营不善的企业一般到最后净资产多为负数；从"中国特色"的实现出发，在A股事实上公司的"壳资源"要比固定资产值钱得多，但前提也是要重组而不能申请破产清算。

固定资产是净资产的一部分，所以不要太相信市净率，即PB，那是不靠谱的事；企业的存在是为了盈利，应该更多地关心其盈利能力，至于用多少资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产取得这个经营成果显然相对处于次要位置。倒不是说 PB 没有意义，它有很好的参考价值，但不能以之作为判断股价高低的依据；这方面往往与普通投资者的认识相反，事实上取得同样的利润用越少的资产越好，因为这样证明其资产盈利能力更强，这个道理前面已经详细讨论过了。

在实践中应该更注意，企业每赚一块钱有多少投入到固定资产中，在可接受的范围内，就无须太在意现在的固定资产值多少钱；换句话说，我接受每年从净利润中拿出某个比例投资于固定资产，之后就不再牵挂于此，更关心的就是每年固定资产的盈利情况，而不是这些固定资产现在的账面价值；但同时也要考虑到企业所处的发展阶段，成长中的企业往往现金流都会比较紧张，每年的经营所得基本上都是投入到再生产中，资本性支出当然也会水涨船高，对这个现象要有所认识，以免错失机会投资高速成长的企业。

在中国现行的法律和政策下，土地都是国有的，个人和企业都无所有权，只有使用权，故此，土地使用权得算在无形资产中；如在前几年房地产热时，土地价格涨得更快，潘石屹说中国有很多开发商不盖房子就炒地皮，李嘉诚的和记黄埔就被 CCTV 爆在京城炒地皮；道理很简单，土地的升值速度比辛苦盖房子赚得还快，特别是在中心商业区、繁华地带更是如此。这时候就可以看看上市的房地产企业中，谁家的“无形资产”多了，经过研究证实确系土地储备，也许就有投机捞一把的机会。个人而言不大喜欢这种投资方式，不过道理上没错，但投机永远是有风险的，像此次房地产“新政”一出台，最受伤的房地产开发商还不是建豪宅的，而是这些炒地皮的。

例子：赣粤高速（600269）

处于高速公路行业的公司，多数资产存在于固定资产项下，赣粤高速 2010 年一季度报中固定资产：10 407 703 218.51 元，总资产 16 378 824 857.69 元，固定资产占比达 63.54%；非流动资产合计：13 716 648 459.36 元，占总资产比例高达：83.75%；如果经营失败，证明这些公路资产无法盈利或盈利能力很弱，也没有办法改造后另作他途，根本上就没有使用价值了，白送人也不见得有人要，人家还要考虑请人把公路敲掉，拿钢筋出来卖，卖的钱还不够给人工工钱的。可在固定资产中，这些公路资产是以建设成本记账的，根本就无法真实反映其应有的价值，有可能高估也有可能低估，资产价值高低必须靠公路的效益来判断，这也是为什么成熟资本市场有很多公司跌破净资产也没人买的原因，如果中国股市不是有借壳上市这么一招的话，也一定会是这样的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彭湖高速、昌奉高速、奉铜高速三个项目总投资预计为100亿元，从各种消息中可以看到，控股股东对上市公司非常支持，甚至可以说爱护有加，这些路段是现在江西省所要建设高速公路中最优质的资源，从目前初步分析这三条在建高速公路，将来建成投入使用后，赚钱基本是可以肯定的事，而且盈利表现会比较稳定。这些项目的风险虽不比中远航运（600428）新造的船那么大，但也并非完全无不确定性，虽然规划上将来是通往湖南的主干线路，可将来其他交通方式的发展也会形成竞争。

100亿元投资相对于赣粤高速是什么概念？公司至2010年一季度合并报表总资产为：16 378 824 857.69元，所有者权益合计：9 618 175 732.5元，市值133亿元，100亿元固定资产投资超过其净资产，总资产也只是它的1.6倍。一家公司做出这样的投资决策可能有破釜沉舟的想法，但赣粤高速不是这么回事，并非由于管理层好大喜功急于求成，相反能得到这些路段的投资建设机会是大股东呵护的结果，公司实际控制人系江西省交通运输厅，公司方面已经表态不从资本市场上融资，而从其他渠道自筹资金，以这样的公司背景和投资项目要在银行贷款确定不难，现在单单从财务上看100亿元的投资大大超出其应有风险承受力范围，但考虑到其所投向的资产质量，便知道赚钱是确定性的事情。

从投资者的角度而言，高速公路行业是业务比较稳定的，属于坐地经商型的企业，很适合老年投资者长期持有，赣粤高速资产质量在同行业中属佼佼者。2009年年报“在建工程”项目，2009年末是：1 324 764 185.78元，2008年末是：501 034 387.13元，同比增长了164.41%，变动主要原因系本期投资彭湖高速公路、昌奉高速公路项目。以上三条高速公路基本上将在2012年后全面竣工，这几年每年都会有很高的资本性支出，在账务上会表现为负债快速增加；现在投资赣粤高速具有一定不确定性，到时候这三条高速公路很赚钱那当然好，但若非如此，那每年的折旧和债务所带来的账务费用将相当沉重。

总体上而言我们并不喜欢固定资产很多的企业，但也要具体企业区分对待，不同行业的属性是不同的，也并非说固定资产多就一定不能投资，这只是一个大致的方向原则；说到企业身上还是要分析清楚实际情况，就如赣粤高速一样，属于固定资产很多的企业，这本身是缺点，但这些固定资产的盈利很确定，又在一定程度上抵消了这个缺点，个股分析既说它不好的地方，也肯定它好的地方，不可陷入教条主义的意识形态中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

65

周期性行业财务表现

周期现象很有意思，历史也有“周期性”，总是不断的重复上演，在不断辩证发展的过程中，确有一定的规律可循。《周易》何谓之“周”，有很多种解释，比较认同指周而复始、循环不息之义，而不是指周文王或周朝；在周易中认为君子的良性循环就是——元亨利贞，元即是起始、亨即是亨通、利即是获益、贞即是不骄不躁，恪守本分，不逾矩；那么凡事就都可善始善终，无往而不利。没有理解世间万事万物周期性思想，就永远也读不懂《周易》，万事万物当然是包罗万象，小至尘埃、大至宇宙无不在其内，自然经济也适用此法则。

周期性行业指的就是在这种经济周期中，表现出与经济波动相关性较强的行业，典型的周期性行业包括大宗商品、工业原材料、海洋运输等。周期性行业企业受周期影响主要表现在两个方面，一方面是产品或服务价格的波动，另外一方面是产品或服务市场需要的变化；往往这两方面是同向关系，从道理上看也必然是同向关系，有需要价格才会上涨，反之产能过剩价格肯定要下跌，这样无疑就使企业在经济向好或向差时，业绩波动表现得更加明显了。

大周期里有中周期，中周期里还有小周期，很多人目光短浅、能力有限却贪得无厌，试图抓住每一个上涨的小周期，避开每一个下跌的小周期，愿望已经超出了人力所能及的范畴，结果只能是演变成赌博，别无其他。能赚大钱的人都是不关心小周期的，把眼光放长远些抓住大周期，放过小周期的波动，才能真正赚到大钱；市场先生就是利用小周期来考验人性的贪婪，换言之越小的周期赌性越强，看分钟、小时的 K 线图，基本与赌博无异了。

另外投资往往是由不同周期组成的，经济有经济周期，多数行业周期与经济周期大致相同，但上下游不同行业也不尽相同，企业也有自身的周期，各周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期叠加就成为投资所要考虑的基本面周期。这些周期里其实还有不同方面的周期，比方企业的周期里就有许多大大小小不同的周期；腾讯控股（HK00700）的市场周期明显已经到了顶峰，使用中文的地区可供开发用户已经所剩无几了，但利润周期还属于高速增长阶段，QQ 用户中只有很小部分使用收费服务，很多产品如 QQ 增值服务、QQ 游戏、广告业务的潜在盈利能力还有不小开发空间，除此之外企业还有许多不同周期的存在。

股市本身也有周期，从历史经验看股市的发展趋势往往会领先实体经济半年到一年时间，把经济周期、行业周期、企业周期叠加到股市周期上来，大盘走势就出来了，再把以上各种叠加至个股身上，就成了股价走势形态——K 线图。这也可以解释为什么不是所有股票走势都跟大盘一致的原因，行业和公司发展态势向上的力量大于股市大趋势向下的力量，就使得股票表现得异常抗跌；如医药行业的云南白药（000538）在 2008 年那样的大熊市背景下没怎么下跌，基本上属于维持振荡整理走势，当然能够做到这样的前提是股价没有远远被高估。

有时候股票行情软件上会有 PE 几千倍的情况出现，因为股票软件采用的是动态 PE，如果今年到目前为止系亏损那会在“PE（动）”后面打上“-”，若是出现微利的时候，就会出现上述的情况；还不止是这样，我认为合理的动态 PE 应该是以最后四个季度为准，这样可以用一周年的时间反映企业的经营成果，显然能做到比较客观反映实际盈利表现；而行情软件采用按今年季度平均后乘 4 的做法，即第一季度盈利 1 000 万元，就按 1 000 ×4 =4 000 万元计算今年盈利，半年时第二季度共盈利 1 500 万元，就按 1 500/2 ×4 =3 000 万元计算今年盈利，这么做显然是不合理的。

有的公司注定在每年第一季度大捞一笔，占年总收入的一半，有的公司注定第一季度业绩比较平淡，会显得动态 PE 较前者高。比方两家公司今年都赚 1 000 万元，一家在第一季度赚 50%，另一家各季度收入比较平均，每一季度收入占全年的 25%，这时候若它们的股价相同，按道理说动态 PE 也应该相同，但在行情软件上第一季度后半年报业绩出来前 PE 相差一倍，要是按最近四个季度来算的话，理论上就可以避免这个问题。

无论用以上哪种计算方法，都不是价值投资者所要的，动态 PE 算的是近期业绩的股价倍数，以一年业绩论成败很容易出现偏颇，周期性行业更是如此，所以看待周期性行业时更应该考虑多年业绩表现，强于行业平均表现即使亏损也证明是优秀的企业。别人亏损的时候亏得少，别人盈利的时候赚得多，已经具备了优秀企业最根本的特征，注意优秀的企业并不代表就是好的投资对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象；河北钢铁（000709）的表现就强于行业平均水平，但对长期投资而言这并不是一个好选择。

例子：中远航运（600428）

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
主营业务收入增长率（%）	-43.46	29.59	38.29	2.86	84.33
净利润增长率（%）	-90.64	34.86	84.29	-10.17	82.72
毛利率（%）	9.9	30.54	31.99	27.63	33.26
净资产收益率（%）	3.2	33.17	32.17	23.65	32.29

往往行业低谷的时候，也是经济的低谷，股票的低谷通常要更早出现一些，在看待一家企业的时候，我们是以长期发展的眼光来看的，不要太在乎目前短期的景气状况。对于好的企业而言，此时正是出手投资的机会，而不是看到不景气就卖出手中的股票，应该做的是逆向操作。从这四个财务指标数据看，中远航运的业绩极不稳定，2009 年的时候所赚得的利润更是下降 9 成，对于一家公司来说这是极其严重的事。

前面反复地说看财务数据不能割开单独、静止地看，一定要综合分析才能得出客观的结果，在看到净利润下降 9 成的时候，更应该看到营业收入下降接近一半，毛利率从 30% 下降至 10% 这个情况，对一家公司来说这都不至于亏损本来就是难能可贵的，而这两个数据之所以会出现如何大幅度的下跌，主要是因为行业宏观因素所致。看公司的年报，从一个长远的眼光看，近 5 年公司的表现还是相当优秀的，尽管有很多客观有利的条件，不过公司本身表现领先于行业，我们并不太在意现在眼前的困难，更关心的是公司的资产质量长期盈利能力。

如果去横向对比中远航运同行业公司的表现就可看出，公司的资产盈利能力要明显强于其他公司，而周期性行业就是这样，永远是“上涨—高潮—回落—低谷—复苏”这样一个过程，不可能有永远不回落的高潮，也不可能有永远不复苏的低谷。我们所应该看的不是行业现在处于什么阶段，而是公司的质量是否为优秀甚至卓越，如果答案是肯定的，而且该行业符合投资原则的话，那就在股价至低估的时候大胆买入便是。

中远航运就是符合这样要求的公司，不过这类公司对于长期价值投资就不是这么回事了，长期价值投资要回避周期性太强的行业，但以我的投资方法这是不错的投资对象。可由于公司年报中透露的信息“目前公司新造 14 艘船舶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资总额 62 840 万美元。截至 2009 年，已支付 32 264 万美元，尚需支付 30 576 万美元，按造船计划进度，预计 2010 年需支付 20 436 万美元”。造船订单和它的净资产一样多，全部合同都签在 2006 年、2007 年市场最疯狂的时候，这些船都买贵了，使得其投资价值大打折扣，我们认为这已经大大超出该公司应有的风险承受能力范围，再加上这些船投入运营后每年巨额的计提折旧压力，已经基本上放弃了买入其股票的想法，以投机心态而言对近几年行业的展望并非十分乐观，使得这成为风险巨大的赌博；这就好像我对一个壮汉虽身处严寒冬天的原始丛林，仍有信心他能挨过这个挑战，除了身体健壮之外他必须懂得如何生火取暖、制裳抑寒、给自己寻找挡风遮雨的住处，我觉得他应该懂得做这些事，所以才对他有信心；但他喜欢在这样的环境下，把自己淋湿后站在风口处迎接风霜洗礼，那我对他能否看到春天的太阳，显然就没那么乐观了，这时候我宁愿相信一个体弱多病的人，按上面的做法更有可能安全过冬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

66

警惕应收账款与预付账款

应收账款是指企业因销售商品、材料、提供劳务等，应向购货单位收取的款项，以及代垫运杂费和承兑到期而未能收到款的商业承兑汇票。我们有必要先厘清应收账款范围的界定：

首先，应收账款是指因销售活动或提供劳务而形成的债权，不包括应收职工欠款、应收债务人的利息等其他应收款。其次，应收账款是指流动资产性质债权，不包括长期的债权，如购买长期债券等。最后，应收账款是指本公司应收客户的款项，不包括本公司付出的各类存出保证金，如投标保证金和租入包装物等保证金等。

由于市场经济下企业竞争压力的关系，要做到销售款项全部实时现金支付几乎不可能，对长期合作关系良好且进货频繁的客户来说，也没有必要每次都采用现金交易，一般在限定金额下采用月结或季结；从日常经营上说这是很正常的，对于信誉良好的经销商，的确没必要采用现结，即是说零应收账款在操作上并不符合常理。很多时候客户方面也有自己的难处，他们的资金也需要周转，下游商家也会要求有一定的账期，所以，只要销售与回款的过程形成良性循环链条就没有大问题。

故此，我们需要警惕的是应收账款突然大幅增加这类情况，很多时候是由于企业急于增厚盈利表现，采取放宽对客户信誉和还款能力的要求，赊销行为放任无度造成的。这样做的后果是造成巨大的财务风险，由于应收账款的基数被放大，而整体质量又下降，坏账数额势必会因此增加，只是一时间问题不会马上暴露出来；赊销实际上就是拉长企业产品、服务价值转换成现金的能力，这会大大影响到企业的资金链安全。

应收账款与管理费用一样，是企业调节利润的主要手段，或干脆利用之进行财务造假，虚增利润也可利用应收账款项目进行。这就要求了解该项目下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体构成，前五名客户所占应收账款比例，赊账单位性质、信誉及还款能力，注意同比、环比变化情况，占经营收入比例是否异常，占净利润比例风险是否可控，账龄结构分析，计提的坏账准备是否合理等。

预付账款相对而言“身家”比较清白，但并非安全可靠，有些公司就会把利润记入该项目下以图隐匿收入、偷逃税金。在新准则下，资产负债表上取消了“待摊费用”项目，相应支出可以在“预付账款”项目下反映。该项目表明的是公司未使用对方商品或服务而先支付的款项，从财务上看也属于公司债权，这类资产一般风险不大，但如果数额特别巨大或发生异常变化也要加以注意。在实际情况中有些行业属性注定有比较多的预付账款，比如房地产开发商支付给施工单位的施工款，一般采用分批支付的形式，开工前先给一部分，工程进展到一定程度再给一部分，验收之后再结尾款，在房地产商的财务报表中，验收之前所给的这些款项都会记入“预付账款”。

今天我们谈应收账款与预付账款并不是为了讨论财务造假的话题，而是如何看待这两个会计项目日常经营中的数据，目的是通过它们了解生产经营中的实际情况。总的来说这两个会计项目账上数额越少越好，这两个账款不仅会拉长资金周转时间，影响企业日常经营，而且会加大财务风险；必须知道如果企业有坏账产生的话是要计提并最终核销的，每一笔收不回的坏账都要如此处理，否则财务报表就无法真实反映企业的经营状况，而这么做的结果就是企业利润遭到抵冲，长期而言股价是由盈利能力决定的。

应收账款与预付账款都是企业的债权，从财务的角度看属于资产，除了以上所说影响公司经营和加大风险外，这两项也可以证明企业在产业链中所处地位，强势的企业是要收人家钱而不让人家收钱的。“应收账款”少则证明产品在市场上有竞争力，经销商进了货不怕卖不出去，公司对产业下游有话语权，不会受制于强势渠道经销商或代理商；家电企业在面对苏宁、国美这样的家电零售巨头时，就完全没有话语权，两巨头说怎样就怎样，它们不仅进货要赊账，就算销售出去也不肯马上结账，利用家电厂商的资本周转，当然这么做的结果就是在家电厂商那头形成“应收账款”了。“预付账款”少则证明公司对产业上游处于强势地位，一般来说是先供货或提供服务，至于款项等到方便的时候再结算，上游同意这样做说明公司信誉卓越，它不担心收不到钱，也侧面证明公司的经营情况良好，因为对方不会同意向一家濒临倒闭的公司赊销。这是公司在产业链中强势或弱势最好的证明，只要跟同行业公司横向一比较，就能很清楚地看到一些超出财务数据本身的信息来，只是不能跨行业比较，这样所得出的结果没有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子：贵州茅台（600519）

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
应收账款（元）	21 386 314	34 825 095	46 407 153	68 347 003	43 685 990
预付账款（元）	1 203 126 087	741 638 536	6 825 625	3 144 616	12 385 914
应付账款（元）	139 121 352	121 289 074	59 681 964	41 247 750	30 329 177
预收款项（元）	3 516 423 880	2 936 266 375	1 125 288 196	2 141 468 769	1 543 198 287
财务费用（元）	-133 636 116	-102 500 765	-44 743 825	-25 310 579	-32 264 594
营业收入（元）	9 669 999 065	8 241 685 564	7 237 430 747	4 903 375 765	3 930 564 203
应收账款收入比（%）	0.22	0.42	0.64	1.39	1.11

对于前四项有必要先就它们的角色简单介绍一下，应收账款是对下游的债权；预付账款是对上游的债权；应付账款是对上游的债务；预收款项是对下游的债务。之前我们说过一家企业不可能做到完全没有应收账款，并非因为不够强势，而是实际操作上不现实，以前我们也说过一家企业不可能做到完全意义上的绝对零负债，其实哪怕只有 1 元的预收款项那就是负债了。

所以贵州茅台有一点点的应收账款不能说明其产品不够强势，大客户一般都按期结账，所以贵州茅台应收账款账龄都很短，这些账款几乎不可能形成坏账。况且应收账款占营业收入的比重逐年下降，到 2009 年只有 0.22%，几乎可以忽略不计。预付账款相对应收账款要多些，为保证生产经营正常有序进行，反正公司有的是现金，有充足的支付能力。应付账款同样额度很小，不是没有支付能力，而是还没到结账的时候，做生意有来有往总不可能完全实时现金支付，不能要求这些项目为零。最有看头的是预收款项，很多经销商还没有拿到货，先把钱打到贵州茅台的账户上，排队等着提货，因为他们非常清楚，只要拿到货就能赚钱，周转一圈利润就到手，先给钱后提货是贵州茅台的销售政策，可见其对下游完全处于支配地位。

公司的财务费用每年都为负数，除了 2006 年之外每年呈递增之势，属于我们所说的实际上零负债企业，不仅公司自有资本可以满足需要，还有多余的资金躺在银行里生利息，当然预收款的现金也是利息的贡献方之一；但从另外一个角度也可以认为资源配置未实现最优化，有多余的资金没有充分调动起来为企业盈利服务，放在银行里吃负于 CPI 的利息，不过整体而言瑕不掩瑜，贵州茅台是一家优秀的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

67

动态市盈率与静态市盈率

对股票的估值方法有很多，有些很复杂、有些很花哨还稍稍有点酷，但我喜欢朴素的真实，不喜欢华丽的浮夸，对于投资更是如此，以实用效果为判断准绳；对价值投资而言，估值是中心问题之一，市盈率这种最原始、最简单的估值方法虽有许多局限性，但并不妨碍其作为一种实用的估值方法，应该说其符合我的座右铭：简单实用就是好。

说到市盈率的局限性非常之多，比如对资产负债、现金注、应收账款、发展趋势这些通通没有考虑，但前面我们反复说过，不要寄希望于一个指标反映所有问题，一个指标肯定只能说明一个问题，就像一个人不可能对每个领域都精通一样；对于这点要有正确认识，市盈率是一个重要的指标，但永远不要希望其可准确无误反映股价高低，更反映不了公司资产质量的好坏。

所以市盈率不是股票估值的理想方法，但在没有形成自己的估值方法之前，其非常具有参考意义。市盈率亦称本益比，是一个反映投资收益与风险的重要指标，体现企业按现在的盈利水平需要累积多少年的利润才能相当目前的股价，而非人们常说的收回投资，企业赚的利润如果不分红，是不会到投资者手上的，因而“收回投资”这个说法有误。对投资者而言市盈率倍数越小越好，越小一般说明投资价值越高；倍数大一般则意味着股价虚高，投资风险大；市盈率倍数通常认为在 10～30 倍是较合理区间，视乎不同行业前景与企业发展趋势；如果以静态市盈率计算的话，大大超出这个范围的情况下，一般都可确定为高估或低估了，反而不需要太过复杂的计算方法。

市盈率（P/E）指每股价格与每股收益之间的比率，也可以是总市值与净利润之间的比率。市盈率是以历史盈利为依据，故此所得出的结果从某种意义上说具有前溯性；其本身暗含着一种假设，即以公司历史盈利记录为参考，认为这可作为分析未来盈利能力的依据。对于这点我们前面已经说得很清楚，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有明确证据表明企业盈利将发生根本逆转的前提下，完全认同这个假设的合理性。

市盈率可分为动态市盈率和静态市盈率，分子都一样以当前股价或总市值，动态与静态两者区别在于分母的不同，动态市盈率以近期的盈利为除数，一般可以有三种不同的算法：一是股票行情软件采用的即“当前盈利/当前季度×4”；二是以最近四个季度数据相加；三是以去年全年业绩为准。静态市盈率以多年的盈利为除数，可以是3年、5年、8年，这并没有统一的标准，没有说那一个数据最正确，个人认为3年太短也许一个经济周期还没完成，数据不能全面反映企业在各种环境下的表现，8年或以上又太长，那些数据已经代表不了现在企业的状况，建议以最近5年盈利为计算标准，这差不多跟一轮正常经济周期时间相当，可比较合理、真实地反映企业的盈利情况；我从小非常喜欢5这个字数，在周易中5代表中宫，在八卦里处于中心位置，故而在中国文化中也象征着中庸、和谐之义。两种市盈率的计算方法分别如下：

动态市盈率＝每股价格÷今年每股净利润＝总市值÷今年净利润

静态市盈率＝每股价格÷五年平均每股净利润＝总市值÷五年平均净利润

我们认为通常静态市盈率能更好地说明一家公司股价的高低，特别是对于周期性行业而言更是如此，动态市盈率说明不了问题，在盈利情况好的时候只有几倍，在盈利情况不好的时候可以有几百倍，只要静态市盈率把多年的利润平均化之后，才能比较客观反映周期性行业的真实盈利水平。可这同样存在一个问题，静态市盈率反应比较迟钝，不能看出企业当下所处环境，若是企业经营状况正在持续恶化，对静态市盈率而言也是事不关已。

另外，静态市盈率同样不能看出发展趋势，比如有两家企业，一家每年都盈利5 000万元，另一家近5年的盈利分别是：1 000万元、2 000万元、3 000万元、4 000万元、5 000万元，现在的市值都是5亿元，对于第一家动态与静态市盈率都同样是10倍，但对于第二家，动态市盈率虽也是10倍，可静态市盈率却是16.67倍，单单从静态市盈率看第二家股价明显要比第一家贵，可事实上以发展的眼光看，第二家明显要比第一家值钱，因为其发展趋势比第一家强上许多，现在两家市值相当，即是说第二家现在要比第一家股价更便宜了。

例子：中兴通讯（000063）

按今日[①]收盘股价计算，股票行情软件显示中兴通讯动态市盈率为123.6

---

① 2010年7月9日——编者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍，软件没有理会一个事实，公司2008年一季度净利润占全年比例为3.67%，2009年一季度净利润占全年比例为3.2%，2009年一季度净利润为7 865.5元，今年一季度净利润为10 986.4元，属于正常增长水平；即是说今年一季度不出意外恐怕净利润占全年比例也会在5%以下，用5% ×4 =20%来代表全年的100%，明显是不妥当的，中间居然出现80%以上的偏差，那么出现123.6倍的动态市盈率就不奇怪了，从本质上而言，已经失去了其应该具有的参考意义。

中兴通讯2009~2005年净利润分别为2 458 121 000元、1 660 199 000元、1 252 158 000元、766 972 000元、1 194 343 000元，5年总共为7 331 793 000元，平均每年为1 466 358 600元，即大概等于14.66亿元；目前公司总市值为443.8亿元，以静态市盈率按5年为期计算，443.8元÷14.66元=30.27倍，30倍的静态市盈率与123倍的动态市盈率之间相差4倍有余。本来按道理企业不断成长会使得净利润越来越多，动态市盈率应该比静态市盈率低才对，但按行情软件的算法，却出现这种有反常理的现象。不过前面也说了静态市盈率本身是有很多缺陷，并非理想的估值方法，但这不能否定其判断股价高低具有的基本参考意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

68

市盈率与市净率

市盈率在上一篇文章已经讨论过就不再重复了，现在首先对市净率作一下介绍，然后再讨论市盈率与市净率之间的关系。市净率指的是每股股价与每股净资产的比率，也可以是总市值与净资产的比率；市净率可作为股价高低的参考，一般来说市净率越低的股票投资价值越高。最通俗地理解是公司实际股东权益，在资本市场的溢价水平，表现投资者愿意以股东权益多少倍的价格买入其股票。

市净率的计算方法：市净率（P/B）= 每股市价 ÷ 每股净资产 = 总市值 ÷ 净资产；市盈率与市净率衡量股价高低的主要区别是前者以盈利为参照，后者以净资产为参照；至于哪个更重要，更具参考价值？这样的问题并没有多大的实际意义，如果一定要分出高低那我觉得市盈率相对更需要重视；前面说过无数次各指标之间是互补关系，而不是竞争关系，就是因为市盈率有不足之处才要参考市净率。

每股净资产是股票账面价值除以总股本得出的，账面价值中资产多以购置成本计量，当然也包括固定资产，前面我们已经讨论过，认为净资产并不能对投资安全提供有效保障，即是说 PB 提供的是一种投资标的价格的相对参照，而不能理解为对投资的保障程度，这点要特别注意。比如说 PB 等于 2 倍，就认为如果公司现在破产清算，那 10 元的投资可以拿回 5 元，这样理解在实践中肯定是不对的。虽然 PB 并不能表示盈利能力，也不能代表投资安全保障程度，可这不妨碍该指标对投资的参考意义。

上篇文章说到动态市盈率很容易出现波动，因为盈利很难有稳定的表现，特别是对于中小型企业和周期性行业，或季节性强的企业更是如此，所以会出现如中兴通讯（000063）这样的现象；净资产除了资本运作外一般不会有突然间的大幅变化，所以市净率表现得要相对稳定得多；短期变化主要由于股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素导致的，不会出现如利润本期大幅增长使得 PE 变得很低，或大幅下降使得 PE 变得很高的现象，因此更能反映股价高低变化情况。

由于市净率只计净资产而不考虑资产盈利能力，如果长期市净率很低而市盈率很高，说明该资产达不到正常盈利能力水平，则基本失去了经营的意义。这种企业在光景好的时候还可以勉强经营，如果宏观经济或行业一旦有什么风吹草动，这类公司就如操场上的糠一样，不知道会被风吹往哪个地方。如果 A 股不是有借壳上市这招，也会有很多公司常年 PB 小于 1 的，可如今这些公司的股价比谁都贵，不是因为业绩有爆发增长的可能，而是因为有资产重组的预期，这种现象很不健康，对市场的长远发展不利。

市盈率与市净率之间有着微妙的关系，我们先思考这样一个问题：在同样市盈率的情况下，是高市净率好还是低市净率好？一般人都会回答当然低市净率好，因为 PB 越低说明股价越便宜，投资就越安全。真的是这样吗？

假设现在有两家公司，市盈率（PE）都是 20 倍，第一家市净率（PB）是 2 倍，第二家市净率（PB）是 4 倍，其他情况安全一致，包括资产负债率、所属行业、所在地区、品牌优势等。现在把这两家公司的数据具体化看看，假设两家公司总市值都是 2 亿元，那么 20 倍 PE 说明去年盈利都是 1 000 万元，第一家 PB 等于 2 倍的净资产是 1 亿元，第二家 PB 等于 4 倍的净资产是 5 000 万元。一般人的理解是用 2 亿元买 1 亿元的净资产总比买 5 000 万元的强吧，可从这个事实可以看出第二家 5 000 万元资产是第一家 1 亿元资产盈利能力的 2 倍，认清了这个事实看起来第二家公司就比第一家公司更有吸引力了。

经过以上分析是否可以得出一家公司的 PB 越高越好这样的结论，这与一般常识有悖，确实，不能这样绝对化地看问题。现在的中国人最不讲是非，只看实力的，但中国人的思维方法全以是非模式来，非黑即白的觉得不是坏人就是好人、一方对另一方就一定错、戏剧中一定要有十恶不赦的大反派、不适用就一定要革命而没有改良的余地，这样的思维很肤浅，奇怪的是《周易》的“相对论”正是源于这个民族，如果想深入去分析问题，必须改变“非黑即白”的思考模式。如果一家公司 PE 是 8 倍、PB 也是 8 倍，那要严重怀疑这样的盈利水平是否有可持续性，不要太相信人定能胜天，投资最应该依赖的就是常识，它的作用不可替代，所以看到这种情形很自然就会想到公司本期有很多一次性收入，而目前的股价已经远远高估了。

当然估值简单地靠 PE、PB 是不理想的，但它们所发挥的就是“常识”作用，很多的忽悠其实都经不住常识的考验，我已经有自己一套符合自己投资思想的估值方法，但若有一家公司得出的估值结果与 PE、PB 常识大相径庭，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会首先毫不犹豫地选择相信常识，而查找为什么我的估值结果与常识不符合。在考虑过动态与静态市盈率之后，再用市净率加以判断可以比较客观地反映股价是否严重泡沫，只是没有办法得出具体估值，而且轻微的泡沫也看不出来；巴菲特说："极少数情况下可以明显看出股价过于低估还是过于高估，但90%的时间我并不知道。"而要看出这样的情况，PE、PB完全可以胜任。

万丈高楼从地起，也许你现在不应该去盲目追求如巴菲特一样的估值能力，而应该从简单、实用的PE、PB深入学习和运用开始，至于将来能对投资领悟到什么层次，那除了天分和眼光之外，有时候还要靠机缘巧合，强求也不会有什么好的结果。前面无数次提到价值投资的性格，其实跟性格一样重要的还有眼光，为什么有意回避眼光的重要性呢，因为性格从某种程度上是可以学习的，但眼光几乎没办法学习，对于没办法改变的事就不提出来打击有志成为价值投资者的朋友了，也不是说没有很好的眼光就成不了价值投资者，只是最后能达到的高度不同而已。

例子：沙河股份（000014）、南方航空（600029）

股票行情软件显示沙河股份目前动态市盈率7.7倍，单单从这个数字上看股价应该是低估了，可市净率却是3.96倍，对房地产行业而言又说明股价并不低，再仔细看看其一季度盈利情况，去年、前年同期还是亏损的，去年全年净利润才8 022.68万元，而今年一季度就净赚6 846.2万元，主要原因系房地产项目进入结算期所致，软件的PE计算方式前面说过，全年利润计算方式为：6 846.2×4＝27 384.8万元，非常之"浮夸"，也即是说这样的业绩并没有可持续性，显然这个动态市盈率会误导一些"不明真相的群众"。

股票行情软件显示南方航空目前动态市盈率8.7倍，单单从这个数字上看股价也已经低估了，可市净率更达到4.18倍与沙河股份旗鼓相当，一季度业绩同比增424%，主要原因系出售珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司50%股权，取得投资收益11亿元所致，总利润14.19亿元，即是说除开11亿元的投资收益后净利润就3.19亿元，这样的业绩同样没有可持续性，市净率此时就可以提醒投资者去揭开利润的面纱，看看背后真实的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

69

毛利率与净利率

在第58篇文章已经讨论过毛利率与净利率，但在这里还是另开一题，较为深入地研究这两个账务指标，因为它们在企业经营上非常重要。毛利率反映产品的利润空间，这是盈利的基本前提，如果产品没有利润甚至是负利润，那卖得越多即亏得越多，自然企业发展就无从谈起。但单单只是产品有利润还不够，要注意其他两个因素：一是产品的销路如何？单件商品的利润再高，如果没有上到一定的销售量，那也只是杯水车薪；二是期间费用开支情况，如果产品有利润空间、有销量那自然可以赚钱，但开源之外还得考虑节流，如果流出比流入的还多，企业同样也会发生亏损。

毛利率

这个财务指标直接反映企业产品竞争力，经营毛利率、销售毛利率指的都是指该指标，相对于同行的毛利率水平高低，最能直接反映企业生存状况了，不同行业间这个指标没有可比性，比方说赣粤高速（600269）和苏宁电器（002024），但记住企业的好坏不是由一个指标决定的，指标也没有所谓的优缺点，一个指标就反映一个情况，我们不能要求一个指标反映很多情况，而做不到就是缺点，如此这般要求未免有失偏颇，从个人的角度而言，我不大喜欢那种毛利率很低的企业，其计算公式为：

毛利率 = 主营业务利润 ÷ 主营业务收入 × 100%

净利率

这个财务指标的叫法比较多，除了净利润率外还可以叫净利润率、销售净利率、销售利润率、经营净利率、主营业务利润率，其实指的都是一样东西，说明企业收入1元钱能净赚多少钱，看该指标的时候可以和毛利率比较一下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者越接近说明企业的期间费用越低。也可理解为企业竞争力的一种间接表现，不用大量管理费用证明企业运作有效率，不用大量销售费用证明企业产品有市场，不用大量财务费用证明企业负债水平低，但两者太过接近往往由于利润并非来自主营业务收入，反而不是我们想要的，所得税率对其的影响比较明显，其计算公式为：

$$净利率 = 净利润 \div 主营业务收入 \times 100\%$$

这两段是第58篇文章中对毛利率与净利率的介绍，仔细分析后会发现上面所提到的三个要素：利润空间、销量、费用并没有全部得到的体现，毛利率体现了利润空间，净利率体现了费用，由于它们的分母都是“主营业务收入”，所以并没有体现出销量相对于资产比例这个概念。比如一家公司主营业务收入1 000万元，毛利400万元，净利润200万元，即是等于毛利率40%，净利率20%，应该说该企业经营情况比较乐观，实际上这有可能是一家经营状况非常糟糕的企业。

乍看起来盈利情况很不错为什么就变成糟糕了？问题在于没有体现销量相对于资产比例；如果说这家企业资产规模在1 000万元，那这样的经营业绩相对而言还算不错，如果资产规模在500万元，那又是另外一种情况了，应该说该企业的效益惊人，反过来如果资产规模在5 000万元，收入才1 000万元，那情况是十分糟糕的，这个时候我更感兴趣的是想知道企业用了什么“龟缩神功”把三项费用压得这么低，收入只占资产1/5还能现实200万元的利润，无论如何这种企业一般离亏损并不远了。

除了这种非常极端的情况外，一般企业的毛利率与净利率在很大程度上决定盈利情况，行业周期向下或产品竞争加剧，首先一定是反映在毛利率上；特别是那种常年毛利率往下走的企业，通常也面临着市场需求枯竭的窘境，如果没有转型或开发新产品，很难继续向前发展。对于服务型或以绩效考核的企业一般毛利率都比较稳定，如果市场竞争加剧，这类企业就会增加更多服务附加值同时加大市场营销投入，这些都会增加期间费用，使得净利率下降，工业型企业相对而言净利率下降要间接一些，主要是产品毛利下降之后传导过去的。

故此，它们是市场竞争环境变化最先反映到的账务指标，有的企业在市场不景气的时候就会主动降价，牺牲毛利率和净利率以求得周转率，这么做的结果是企业赚的钱没少，但主营业务收入同比大大增加了。这时候如果从净资产收益率看不出企业经营环境的变化，但毛利率与净利率就会很清楚地表明今时已经不同往日了。这两个指标在周期性行业的下降一般都是由于行业周期导致的，对于资源类企业更是如此，因为产品基本上是全行业“一口价”，而如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌企业出现下降则是非常危险的信号，要尽力避免投资在有这种现象的品牌型企业。

例子：神火股份（000933）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
毛利率（%）	52.43	44.55	26.95	22.12	17.25
净利率（%）	28.78	50.62	9.66	9.57	5.57
净资产周转率（%）	55.1	57.42	441.3	494.45	333.17
净利润（万元）	47 249	39 904	81 935	114 953	59 946
营业收入（万元）	166 917	392 727	848 444	1 200 610	1 076 190

毛利率逐年下降从神火股份所处的煤炭行业很容易让人觉得是由于周期性因素导致的，不过只要对比一下同行业其他公司和近年的煤炭价格走势，就会知道不是行业周期性的原因。神火股份毛利率的下降与电解铝产品有关，铝行业现在基本上处于无利可图的境地，又是高污染、高耗能产业，这块业务只会加大公司的主营业务收入，不会带来真正的利润，国家政策现在正大力度调控这类产业。但现在不去具体分析这些基本面，只是想要这个经营结果来看毛利率、净利率与净利润之间的关系。

可以看出公司每年的毛利率、净利率都在不断下降，毛利率从 52.43% 下降至 17.25%，净利率从 28.78% 下降至 5.57%，应该说这个下降幅度相当惊人，按理净利润应该已经非常少了，而事实上这几年公司净利润一直振荡上升；特别值得注意的是 2007 年，净利率从 50.62% 大幅下降至 9.66%，但净利润翻了 1 倍有余，原因就在于净资产周转率翻了近 8 倍。到了 2009 年毛利率、净利率、净资产周转率同时下降，尽管营业收入只少了 1 成，可净利润马上就折了一半。

神火股份营业收入的增长速度要明显高于净利润，从一般的企业而言这不是正面的信号，而神火股份不是由于单一产品利润下降导致的，而是因为它的电解铝产品增加了营业收入，典型的只赚吆喝不赚钱，与煤炭关系不是很大，实际上公司现在电解铝的营业收入已经超过一半达到 51.79%，远远高于煤炭的 29.87%，按行业分类规范算，神火股份已经属于有色金属行业了。

有时候营业收入的增长是没有什么用的，假设一家公司营业收入 1 000 万元可以净赚 200 万元，接下来每赚 100 元就会增加 100 元的成本，这样就算它的营业额增加 10 倍至 1 亿元，净利润还是 200 万元并没有变化，但毛利率与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利率指标会大幅下降。这种公司是非常危险的，因为这个不赚钱的业务以后的不确定性非常大，假设出现微幅亏损就会导致公司整体亏损，就像这里增加了9 000万元的营业收入，只要稍稍亏损1成那就是900万元，整体上会使公司本期录得净亏损700万元。

所以从公司整体上出发，要求各块业务都应该有比较合理的毛利率与净利率水平，在此基本上追求第三点——销量，可以说这是一家公司经营上的“安全边际”，会通过业绩传导至投资者身上；销量在没有这个安全边际的情况下越大则潜在的经营风险越高，从以上的假设很容易可以看出这点。这也是为什么我们原则上要求公司业务有竞争力而单一的原因之一，公司业务如果做得太多，不可能每项业务都有很好的竞争力，更别说都有很好的盈利能力，这时候弱势的业务随时有可能出现亏损，那就不是业务本身的事了，会对公司整体盈利表现起到负面作用；这方面格力电器（000651）与美的电器（000527）很有可比性，2010年7月9日市值都是380亿元多一点，市盈率都是15倍多一点，净资产都是100亿元多一点，市净率都是3.6倍左右，都是广东的家电行业，但一家始终如一只做空调，一家在家电领域各类产品全面发展，从“审美观”上我更喜爱格力电器多一点；不过也不是说美的电器就一定不如格力电器，这个原则从另一个角度看可以认为美的电器专注于家电领域，也不能说业务很繁杂，反而格力电器把所有筹码都押在空调上风险过于集中了，同一条原则两种不同解读，于我而言还是坚持自己的“审美观”，但你没必要跟我一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70

流动比与速动比

资金链对于一家企业的重要性在前面强调过无数遍，实际上对于这点强调多少遍都不为过，在这儿不仅要不厌其烦地再次提及，应该说这一篇就是专门讨论资金链安全问题的。有人一听到资金链这个“链”字，就自然以为是经过许多环节循环周转了一大圈才称为——链，可事实上链只是形象化的说法，它只有一个来回，就是现金与资产的来回；现金变成资产、资产又变成现金这样一个过程，在这个简单的轮回过程中企业资产实现了增值，且企业无一不是通过这样的过程而实现成长。从会计的角度而言现金也是资产的一部分，具体属于流动资产；在资产负债表的另一边与流动资产“遥相呼应”的是流动负债，从资金链安全来讲流动资产两倍于流动负债可认为没有短期的支付压力，但从绝对意义上讲现金大于流动负债才是资金链得到绝对安全的保障，但这样的绝对安全有没有必要则是另外的问题了，我们的看法是没必要。

资金链除了以现金流的形式表现外，我们认为还可以有另外的角度分析，比如现在一家企业的现金流为正，但突然有一笔大额的债务到期，公司没有足够的现金支付，在不重新向外举债的情况下只能在内部以其他资产变现来偿付，相对具有较强变现能力的资产就是流动资产；因此要从短期债务支付能力看待资金链安全，流动比与速动比在这方面能发挥重要的作用，应该说这是从收付实现制和权责发生制两个角度分别看待资金链的安全。流动比，也称流动比率，其计算公式为：流动比 = 流动资产 ÷ 流动负债 × 100%；速动比，也称速动比率，也有说法称为酸性比率，其计算公式为：速动比 =（流动资产 − 存货）÷ 流动负债 × 100%。

流动比表现企业短期债务的偿还能力，从公式中可以看出流动资产越多、短期债务越少则流动比率越高，短期偿债能力就越强。现在具体看一下流动资产指的是哪些，在资产负债表中流动资产项目包括：货币资金、交易性金融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款、应收关联公司款、应收利息、应收股利、存货、一年内到期的非流动资产、其他流动资产。可以看出流动资产中有很多项目的变现能力并不强，特别如应收账款、其他应收款、存货这类不是企业想变现就能变现的；故此在流动比中一般要求大于2才能说明企业没有短期债务偿付压力，但有时候这个数字高低并不能说明问题，比如流动资产中80%在应收账款，那么流动比数据就会失真。

由于流动比本身有这样的问题，所以又提出了速动比的概念，从公式中可以看出速动比就是在流动资产的基本上减去存货，因为速动比认为存货是最难变现的流动资产，减去了存货就可以更客观地反映企业的短期偿债能力。但像以上说的，我们认为就算减去存货也不能客观反映企业的短期偿债能力，从这个理由看速动资产中还是有水分的，就是在企业需要偿付的时候，不能真正派上用场的应收账款。

一般认为速动比大于1即表明短期偿债能力良好，可由于速动资产中所存在的水分问题，这个财务指标也会造成失真。一般情况下，再减去应收账款后可以比较真实地反映流动资产变现能力，但在实际运用中各企业的应收账款质量差别巨大，有的企业这部分资产确实说变现就可以变现，有的企业这部分资产注定要有很大比例会成为烂账，所有在操作上也不好把应收账款一概减去；另外一个解决办法就是要求速动比大于1.5，这样既不用减去应收账款，也可以基本保障到企业资金链的安全。

其实这两个财务指标也不是越高越好，太高了只可能有三种情况：一是企业负债很少，很大可能是已经过了高速成长期，现在处于“守业”的状态，我们说过这种股票适合于养老型投资者；二是企业负债多存在于长期负债，而长期负债所要支付的财务费用一般要高于流动负债，我们说过负债的比例和结构是对管理者能力的一大考验，不合理的负债结构对企业发展不利；三是企业的流动资产比例过高，一般情况下流动资产比例高要比低好，但过高则往往表明企业对资金周转依赖性太强，反而对资金链安全也构成隐患。

从两个财务比例之间的关系看，越接近则越好，因为它们的不同就在于减去存货与否，越接近则说明存货越少，这样存货周转率就会越高，存货周转率高一般是产品销路好的佐证。但也要注意一个情况，它们的接近是由于应收账款过多导致的，因为应收账款放大了对比的基数，使得存货在流动资产中的影响变小了，若是由于这种情况导致两者的接近则是不好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子：中铁二局（600528）

	2009 年	2008 年	2007 年
流动比率	1.11	1.15	1.20
速动比率	0.68	0.73	0.79
净利润率	1.68%	1.96%	2.1%
毛利率	7.02%	8.58%	6.95%
资产负债率	81.83%	80.81%	77.43%

如果想知道一家企业赚钱艰难的感觉，看看中铁二局就明白了，在年报中无时无刻不感觉到资金链就一个字——“紧”，为了接到工程有活干，不得不把报价压得很低，毛利率只有个位数，净利润率处于微利中的微利，这还靠大量的举债提高净资产周转来完成的。接下一个工程后，公司不得不先投入大量的资金，而最终回报却甚微，投入 100 万元最终可以赚 1.68 万元，相当于 3 个月的银行定期存款年化利率，区别在于那个可是无风险收益。

从近 3 年的公司财务表现看，流动比和速动比与一般标准 2 和 1 的要求，都双双不及格，更别说达到我们要求的速动比 1.5 的表现，同时两者之间的差距又太过悬殊，说明流动比中很大一部分存在于存货中，在资产负债表中可以看出这个推测是对的，在 2009 年存货为 8 792 498 307 元，占流动资产比例为 38.84%；而速动比中照样“水分”不少，在流动资产中除了存货外的第二大数字就是应收账款为 6 474 962 768 元，两者合起来占流动资产比例为 67.45%；经过以上分析可以看出就算是不合格的流动比与速动比，也还是没有质量的。

综合而言，如此低的毛利率与净利率说明公司经营并不从容，净利率逐年下降又带来不小的经营压力，从上一篇我们知道这种情况下公司想赚钱只能提高“销量”，而这一块还面临自有资金供给的大量短缺，不想坐以待毙只能够大量举债，以提高净资产周转率求得自保，流动比与速动比在这种公司中就顾不得了。显然公司这几年的经营成果是不错的，但确实来之不易，而且在以后要保持这样的业绩需要宏观经济、政策和行业环境的配合，公司经不起任何风吹草动，特别是银行银根收紧、应收账款坏账增加、工程量减少使得净资产周转率下降，那简直是致命性打击，我喜欢这种企业自强不息的精神，却不会战略性投资此类股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

71

稳定性与成长性

所有投资人都认为投资企业即投资未来，从理论上可以认为投资即是购买企业未来的现金流入净额，问题在于如果知道未来现金流入净额，另外如何准确折现的问题，长期现金净流入正常情况下只有在净利润的基础上才可实现，否则肯定存在大量负债，所以业绩好坏及发展趋势在很大程度上决定了企业的价值；从这个意义上说投资的中心问题，在于找到经营情况良好且稳步上升，有充分理由相信这样的表现可持续保持下去的企业。

至此给理想型投资标的资产作个定义，从“经营情况良好”可以排除业绩不好或趋势长期向下的公司，如果现在经营情况不错，但有迹象表明未来的发展不容乐观也站在排除之列；从“稳步上升”这个要求中可以排除业绩表现忽高忽低或庞然大物缺乏成长性的公司，即是说周期性行业和大型国有企业不是一种理想的长期投资对象，虽然这两类企业都有可能满足经营情况良好这个要求，这时候要看你是进取型还是保守型投资者了，保守型对这类企业很有兴趣；最后要满足“可持续保持”这要求，就必须拥有某种超越竞争对手的绝活，这可排除产品更新换代过快和竞争激烈的行业；总结下来可以用这么一句话概括理想型投资标的：有确定性稳步成长型企业才是真正的明珠。

有确定性稳步成长型企业可以分解成三部分：有确定性、稳步、成长型；从某种意义上说稳步可以跟后者组合起来，即变成：有确定性、稳步成长型，从这两个部分我们引申出两条原则，可以作为纲领以求识别“明珠”，分别如下：

首先要投资有“护城河”的企业，护城河除了前面我们提过的四种垄断形式外，还有其他各式各样的护城河，总之可以为企业提供持续竞争优势的都能算在内，就是依托母公司强大实力作后台支撑的，也算在这里所定义的护城河；不管哪种护城河都能对投资提供安全保障，只是因为护城河的宽度和深度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同提供的保障也各不相同，公司只有在护城河保护下才能做到业绩有确定性，当然也不排除有些许公司没有护城河也能得到发展确定性，这里我们只就一般性情况而言。

其次要投资成长型的企业，在有了护城河的前提下，成长型企业从长期而言所能获得的投资回报使人瞠目结舌，这点是千真万确毋庸置疑的，到目前已经基本满足了有确定性成长型企业这个定义。但为什么要强调“稳步”这个恐怕很多人不理解，不是越高速的成长越好么？但从中国人的传统智慧中我们知道“欲速则不达”的哲学道理，这就是本篇的主题所在，要重点研究讨论的就是快与慢的辩证关系。

要知道难以持续的高成长很多时候是在透支未来发展空间，一味的追求高成长性的企业很容易落入狂热陷阱，比如降价促销使营业收入大增，短期业绩因此大增，而产品以后要重新提价就十分困难了；这种暂时得到的高成长很容易成为长期发展的绊脚石，对价值投资是有百害而无一利的，而投资于成长性企业最大的投资风险在于业绩下滑。

在资本市场上成长型企业的股票估值都会相对较高，而支撑高股价的根本因素在于业绩趋势向好，这时候如果这个根本上的因素得不到维持的话，则股价很有可能一落千丈，投资损失从这个意义上说是真正发生了，我们对待投资的得失态度，前面已经说得非常清楚了。股价短期的下跌所带来的浮亏我们不认为是亏损，而业绩下滑导致的股价下跌，不是由于市场的非理性造成的，从根本上说原因在于公司基本面发生了变化，若有证据表明这不是暂时性的变化，则投资的亏损就是实实在在发生了。

从以上的讨论大家应该都明白，为什么要求稳定性与成长性要相对平衡，这个平衡实际上是用部分成长性来换取稳定性的保障。因为我们不想投资亏损，所以这个成长性要有可持续性作为支撑，而长期可持续性不可能建立在超高速成长的情况下，从可持续性成长再“翻译”过来即是有确定性稳步成长。知道了这个说法的论据之后，反过来说如果一家公司有超高速成长性，而且可以证明其具有可持续性那我们并不排斥，正确地说是欢迎之至，只要价格合适会大幅买入其股票。

最后讨论一点如何看待稳定性与成长性是否平衡的问题，我想这一般需要三个阶段：回顾、分析与展望；回顾是要看其以往业绩表现是否稳定且合理，即有稳定的业绩且不是以牺牲长期利益或某种特殊方式才取得的，在此前提下再看其成长性情况；分析即对公司目前的现状深入研究，对公司情况的了解程度做到符合投资需要，但并非一定要了如指掌；展望当然是以充分回顾和分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为前提条件，从以往和现在所能看到的情况综合判断未来的发展，这时候得出的判断结果应该是相对可靠的。如果说以目前的业绩成长性可以得到保持，即使说有可持续性，表明稳定性与成长性是平衡的，反之则意味着存在投资风险。

例子：七匹狼（002029）

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
主营业务收入增长率（%）	20.24	88.56	79.52	55.65	27.36
净利润增长率（%）	33.27	72.5	77.22	45.01	23.03
净资产增长率（%）	14.68	15.28	184.57	12.6	7.22
净资产周转率（%）	154.73	147.93	124.97	71.22	50.34
毛利率（%）	38.35	33.95	35.42	32.68	34.91
净利润率（%）	10.26	9.26	10.12	10.59	11.36
净资产收益率（%）	14.86	12.79	8.55	14.24	11.05

从近 5 年的财务指标可以看出七匹狼处于高速发展阶段，目前的股价从 2008 年 10 月 31 日起呈 45 度角稳步上涨，应该说这种 K 线形态基本可以判断里面有“主力”，而“主力”炒作也是需要借口的，不是随随便便说拉升就拉升，借口可以千奇百怪，但无一不是利用某种事实，有的炒作借壳上市预期、有的炒作行业前景、有的炒作区域概念等等，七匹狼则是炒作业绩向好。

首先看到主营业务收入增长率无论怎么变化，毛利率与净利润率都十分稳定，这非常值得称道，我们认同这样的表现，而这正是品牌的力量，否则很难做到这一点。稍稍有点不理想的是净利润增长率小幅落后，可由于幅度很小且高速扩张时期管理费用与销售费用增加在所难免，也就不加追究了。与此同时净资产周转率大幅、稳步提升值得肯定，就这点而言说明公司整体经营效率得到改善，而且看来能得以保持。

不如意的是主营业务收入增长率增速已经有下降趋势，而这是业绩最先行的指标，不得不引起我们的警惕，公司的高速增长是否已经遇到瓶颈，从净资产增长率与净资产收益率看，公司现在发展情况还在不断改善，其 2007 年前者大增后者下滑的原因是由于增发造成的。前面已经说过这两个指标对发展前景并不敏感，以后若主营业务收入增长率增速放缓，则净资产周转率也会同时放缓，毛利率应该会保持相对稳定，想短期大幅提高也不太现实，要是到了这种境地，那么利润增加只能从期间费用着手了，但这部分能压缩的空间毕竟也是有限的，实际上净利润率长年也保持在 10% 左右，想动这部分脑筋再榨出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少利润看来也不现实，想到这不免担忧公司业绩发展的可持续性问题。

当然从七匹狼目前的具体情况分析，还不能得出成长性不可持续的结论，单单从 2009 年的主营业务收入增长率和净利润增长率下滑，就认定其未来没有再发展空间未免过于轻率。我们想说的是在这样的情况下，投资者要从安全的角度出发给自己留下足够的安全边际，即是说在其业绩出现下滑的时候至少也能做到全身而退，要做到这点必须在足够低估时买入，显然目前的股价看不出丝毫安全边际可言；如果有人愿意与我签订有法律保障的合同，保证公司的成长性每年都保持过往 5 年的水平，否则投资损失由他承担，那目前的股价依然是有吸引力的，可惜不会有人干这样的事，我们也就不会在这时候买入其股票了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

72

杜邦财务分析体系

首先对杜邦财务分析体系做一个基本的介绍并阐明看法，再就是列示其结构，最后就其作用与应该注意的地方进行说明，这就是接下来的文字架构。对于财务知识不多的朋友，看到“杜邦财务分析体系”可能会吓到退避三舍，生怕太难自己没办法弄懂，千万别被这个名字吓到了，其实它是很简单、很直观、很实用的一个财务指标分析方法。

对企业财务报告进行分析有三种流行方法：杜邦财务分析体系、沃尔比重评分法、国有资本金效绩评价体系；流传最广、最负盛名的就是杜邦财务分析体系，经过几十年的实践考验，被证明是十分正确、有效的财务分析方法，我们认为这是投资者必须掌握的财务知识，甚至可以由此入手学习财务分析或作为财务分析着眼点。

前面很多次提到看财务指标千万不能分开独立地看，要综合起来分析各指标才能得出客观的结论，我们更知道各指标之间不是各自独立，而是相互关联的。投资者确实需要一套实用、有效的财务指标分析方法，用以评价和判断企业的获利能力、财务状况与经营风险，现在所要介绍的杜邦财务分析法就是不二选择，由于这种分析方法最早由美国杜邦公司使用，故名杜邦分析法。杜邦财务分析体系其实就是把几个重要的财务指标，通过其内在联系有机地结合起来，以达到全面、系统、直观地反映企业重点的财务状况，中心财务指标、同时也是分析发端从“净资产收益率”开始。

净资产收益率对企业盈利能力最具代表性，在评估企业效益上最具综合性，从这出发后经层层分解直至最基本财务数据——成本与费用构成和资产组成结构。投资者可据此分析判断一家企业的盈利能力和利润质量；管理者可通过其进行企业绩效管理，在经营目标发生异动时能及时查明原因并及时加以改正。杜邦公司将它作为核心进而分解成净利率、总资产周转率和权益乘数，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这三个数据的变化可以看出利润变动的原因，再追根溯源就简单了。净利率、总资产周转率可以再次追究其变动的原因，相比起利润表来杜邦财务分析体系显得更加直观，不过它们没有相互替代的问题，应该说从不同的角度起到互补的作用。

本来应该给出一张杜邦分析法的结构图，有助于直观了解这个分析体系各财务指标间组成结构，考虑到开始到现在所有文章都没使用过一张图片，现在也不想破例，所以图片就省略了，有兴趣的朋友自己动手去 Google 搜一搜，很容易就可以找到杜邦分析图，这里还是只以文字形式说明其结构，组成如下：

净资产收益率 = 总资产收益率 × 权益乘数

其中：

总资产收益率 = 净利率 × 资产周转率

即：

净资产收益率 = 净利率 × 总资产周转率 × 权益乘数

其中：

权益乘数 = 资产总额 ÷ 所有者权益总额 = 1 ÷ (1 − 资产负债率)

净利率 = 净利润 ÷ 主营业务收入

总资产周转率 = 主营业务收入 ÷ 总资产

其中：

净利润 = 主营业务收入 − 全部成本 + 其他利润 − 所得税

总资产 = 流动资产 + 长期资产

其中：

全部成本 = 主营业务成本 + 营业费用 + 管理费用 + 财务费用

流动资产 = 货币资金 + 短期投资 + 应收账款 + 存货 + 其他流动资产

长期资产 = 长期投资 + 固定资产 + 无形资产 + 其他资产

看的时候从净资产收益率开始自上而下就对了，其中最重要的关系就是“净资产收益率 = 净利率 × 总资产周转率 × 权益乘数”，即是说盈利能力由三个要素构成：净利率、总资产周转率、权益乘数，这三个要素分别反映了企业的盈利能力、资产效率和债务水平。盈利的变化有很多原因，在杜邦分析法中可以由这三个要素指导方向，再由此深入探究导致净资产收益率变化的原因。总体上说可分别归结到四大块：净利润、经营收入、总资产、资产负债率，由此再去追根溯源分析具体的缘由，比如期间费用增加、营业收入减少、增发股票、负债减少等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利率受营业利润和期间费用双重影响，该要素直接反映企业所经营的生意盈利能力和经营效率，盈利能力强毛利率就会较同行高，而经营效率高则可以节省期间费用，两者共同作用决定企业收入1元可以净挣多少；总资产周转率主要说明企业资金周转速度，这是一个效率指标，表明营业收入相当于总资产的倍数，说白了就是企业1元的资产在一定期间里可以得到几倍的收入；权益乘数反映的是资产负债率高低，从公式上可以看出负债越高，权益乘数也就越高，它可以放大企业的资产基数，以冀赚取更多的利润，不过同时也将带来风险，如何把权益乘数控制在一个合适的水平是门学问，这方面在以前已经讨论过。其实将总资产周转率与权益乘数合起来就是净资产周转率的作用，这是我们前面所使用的，杜邦分析法把其分成两个方面看。

对于投资者分析上市公司财务指标，杜邦财务分析体系可以提供以下作用：

第一，可以分析利润组成结构，这也是最根本的；

第二，可以分析利润本身及构成的变化趋势，从不同时期纵向比较可知晓；

第三，可以分析利润与同行业间的差别，了解公司竞争力来源与不足之处。

从这三点作用可以看出，就所赚的钱杜邦分析法可以回答三个关键问题：钱是怎么赚来的？跟以前相比赚得多了还是少了？跟别人相比是高了还是低了？这三个问题是投资者必须弄明白的，杜邦财务分析法可以做到。

了解这套财务分析方法可以大大提高我们的财务分析能力，最后有以下几点需要注意：

一、只局限于财务中几个重要的指标，并不能全面反映企业财务状况，更涵盖不了财务外的信息；

二、净资产收益率不一定越高就越好，如前面讨论过的稳定性与成长性要相对平衡；

三、警惕利润贡献主要来自权益乘数，如此可证明资产负债率高企，高财务杠杆相应的是高风险；

四、本期利润贡献来自净利率剧变往往说明有一次性收入，使得净资产收益率失真；

五、总资产周转率出现大幅波动原因有三：一是业绩不稳定导致的，这类企业要十分小心；二是本期有大规模举债或还债的行为；三是增发、配股等资本运作，注意此时净资产收益率一般会出现大幅下滑，要的就是注意这第三种原因。

这些不是缺点，顶多就算本身固有的属性，不能说F1赛车在日常生活中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用不方便，连个车尾箱都没有、车身又太长还只有一个座位是缺点，F1 本来就只求速度；反过来又说商务车越野性能差、灵活性不强，而且还不适合作为赛车，这作为其固有属性怎么能算是缺点呢，它的存在价值就是为了满足商务用途的，要越野性开 SUV、要灵活性开家庭车、要比赛开跑车，这时候不会又想说跑车没有宽敞的车内空间吧。同样的，杜邦分析法就只针对关键财务指标而言，不会涉及品牌优势、企业文化或者业务是否专一等超出其本身存在含义的内容，在关键财务指标分析上其作用无与伦比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八篇 杂谈

至此，我们所要讨论的“正经”内容已告罄，心里可以大大舒一口气了，接下来既然是“杂谈”，自然以轻松调侃为主，也不想写得太严肃、太正经，那样叫人好累。但这不意味着没东西，实际上内容挺充实的，而且可读性要更强，若能加上幽默、诙谐些的语言，对投资者可能有《故事会》的感觉。

既然是杂谈那自然是天南地北地扯，不会时刻攥住主题发挥，也许给人比较凌乱的感觉，不过最起码的一条要求是把主题阐明，而天南地北的内容必须与主题有内在联系，否则就会乱套了。其实我真想有时间的话多写写文章谈谈人生、谈谈理想，奈何这个内容放在这儿有点太格格不入了，只好作罢待往后有机会再弄。

虽然不可以随心所欲地写，若那样肯定会逾矩了，不过在这部分应该有更多我个人色彩在里头，一些小故事时不时地穿插其间，应该会让人感觉更真实更轻松些。一个人思想能够达到什么样的高度，很多时候是由悟性决定的，当然人生阅历的作用不容抹杀，但得懂得从中吸取营养，否则也只是走过场应付罢了，而智者却能从别人的经历中学到东西。有人说：“没有输得一无所有过就不懂投资”，这句话投机者特别喜欢说，我就觉得很奇怪了，为什么一定要输得一无所有才能懂投资，我就从来没大亏过，尽管并非智者且水平有限，但起码我觉得自己是懂投资的，以上对人生阅历的看法是我反对这句话的理由之一。

我这人性格比较耿直喜欢有一说一，有时候得罪人了自己还不知道，在某些人看来这甚至有点桀骜不驯，我也试之改变过，终究无济于事，其实有时候想想感觉我就是我，何必为别人的看法而改变自己呢。对《证券分析》与《怎样选择成长股》发表评价时也是如此，我觉得好就会说好，觉得不好就会说不好，而不管他是谁，完全是对事不对人，话不多说了，免得又如文章的篇幅那么长，现在就开始吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

73

浅谈投资圣经《证券分析》

一谈起《证券分析》作为价值投资者，或有志成为价值投资者的朋友总是肃然起敬，但我严重怀疑这其中有多少人真正读过这本书，据说格氏的文采好、思维严谨，可是书中的语言令我索然无味，思维严谨倒是真的，以至于有点晦涩了。的确作为价值投资的开山之作有它的标志性意义，作为价值投资奠基人本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的代表作，也很有纪念意义，可对于一般投资者本书并非系好教材，是时候进入博物馆发挥前面两个作用了。

据本人手头上的这本海南出版社出版的1940年版《证券分析》作者背景介绍，该书原文著于1929年股票市场大崩溃后不久，出版于1934年大萧条中期，出书背景是30年代美国大萧条时期，完全以当时的投资环境作为常态性假设，试图解决在那种环境下投资者怎么办的问题。投资安全不可谓不重要，但任何事情都应该谨防矫枉过正，可以说是那次史无前例的经济危机促使了格雷厄姆和戴维·多德开始写《证券分析》，那么他们以当时的投资环境作为背景也就顺理成章了。

几年前我来深圳的时候，由于行旅原因不可能带很多书，所以只带了八本属于案头性质的书，投资类的刚好有一半占了四本，《证券分析》就是其中之一。当然那时候的投资思想还没有成熟，还沉陷在格氏“捡烟蒂”的理论中不能自拔，现在尽管很多看法已经慢慢更正过来，应该说整个投资思想有了本质上的变化，但《证券分析》仍然是我最喜欢的书之一，有时间就会随便翻翻，不过已经不是以学习的心态，只是把自己与书中的说法对比，找出不同之处，或许还能触发一些思考。

现在需要弄清楚五个问题：一是30年代美国大萧条是否只影响到投资者？二是当时该不该做投资者？三是投资者在当时能怎么做？四是经济大危机是否经常性爆发？五是《证券分析》的投资态度对否？这五个问题事实上是环环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相扣的，回答了上个问题下个问题基本上就有答案了。

第一个问题毫无疑问答案是否定的，当时几乎没有人不受经济危机的影响，商业贸易锐减、许多企业倒闭、大量工人失业下岗，如果说有受益者那就是好莱坞电影了；当时不只是美国，几乎全世界都受到这次经济危机的影响。应该说第一次世界大战德国的巨额债务加上此次经济危机的影响，客观上导致希特勒上台，从这个角度说，第二次世界大战的直接原因之一就是30年代的大萧条。

第二个问题答案已经很明显了，当时不止是投资者受到经济大萧条的冲击，基本上所有人都受到冲击，那么无论你是否为投资者，都不可避免地要面对这一切，即是说问题不在于做不做投资者，也就不能认为当时只要不做投资者就可以避免损失了。

第三个问题是当时的股市大崩盘，投资者唯一能做的是在别人贪婪的时候，股市大崩盘之前开始恐惧并逐渐卖出股票，而不能死抱着股票长期持有，等到发生重大损失后抱怨经济衰退。当然安全边际在这种情况下就派上用场了，在股价低估时买入和高估时买入的投资者将有截然不同的表现，只是在拥有足够的安全边际和适当的投资机会之间需要把握分寸，再就是对安全边际的理解问题，也许我们用了同一个名词，但却是两个概念，各有各的理解方式。

第四个问题从近几十年的经济周期上已经基本有了答案，小经济危机十年、八年就会有一回，大经济危机几十年来一回，如果说可以跟30年代大萧条相媲美的，那就是2008年的次贷危机了，从时间跨度上说大概80年，而这中间经历了很多次小经济危机。在现代产业革命后一系列生产方式、经济模式日新月异的变化，产生最典型的特征就是经济速度越来越快，而泡沫的形成和破灭周期好像也越来越短了，周期更短和波动更强也许就是未来的趋势。

第五个问题由于小经济危机人的一辈子要经历好几次，所以谨慎的态度肯定是对的，否则一次的不小心也许就足以致命了，一般危机十年、八年就会到来一回，这样一段时间对每一个人都不能算短，过于谨慎直至极端保守的做法将错失良机；而大的经济危机应该说人算不如天算，到来了不只是投资者要承受损失，几乎所有人都无法避免。社会发展不可能一帆风顺，肯定会有波澜起伏，时间长了遇到个大海浪也是难免的，不过问题的重点是人们一定能够挺过去。投资者需要在有安全边际的时候买入，但不需要时刻按大经济危机下的标准来选择股票，按这种观念你会发现有时候连续几年都没有买股票的机会，可以旗帜鲜明地表态，以这样的看法做投资是错的。

若真遇到大经济危机如何是好呢？这个问题很简单、很好回答，每次大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济危机无一例外，之前都是大的经济泡沫，我们的原则是当股价远远背离其内在价值的时候要卖出股票，这前面已经说过很多次，而大的经济泡沫来临时股价基本无一例外都是远远背离其内在价值的。

我的看法是如果不加甄别全盘接受《证券分析》的投资方法是不妥的，从以上五个问题我的基本看法和理由大家已经可以看出一二；因为怕经济危机不敢投资就像为了避免交通意外选择到原始丛林生活，交通意外是没有了，但代价也是明显的，已经没有任何发展前途可言了。因为怕经济危机只买国债就像为了避免交通意外躲在家里不出门了，只能够图个温饱而难有所作为，不过现在也有人自个在家做淘宝店铺奔了小康的。因为怕经济危机只敢在股市上"捡烟蒂"，就像为了避免交通意外身亡开着坦克上路，一般的交通事故确实撞不死了，但速度慢不说，对路面的损害程度也相当大，而且油料开支就是笔大数目，同时不符合环保理念，当然没有哪个国家允许私人拥有坦克的。

这有点像一只惊弓之鸟对飞翔的认识，当它在教小鸟们如何飞翔的时候，不是把重点放在如何展开翅膀、顺应气流做各种空中动作，而是如何避开猎人的弓箭；在这只惊弓之鸟看来，显然不被弓箭射中比展翅高飞重要得多，对猎人的弓箭小心谨慎以求得生存本来无可厚非，但如此这般教导飞翔肯定不能算高明的。

巴菲特是格雷厄姆的得意门生，当年他得知格氏的价值投资理论如获至宝，自然格氏也成为他最景仰的长者，在格氏解散公司选择退休后，巴菲特回到奥马哈自立门户，开始了自己传奇的投资生涯。早年的巴菲特完全信奉格氏的理论，也取得了不错的投资收益，不过可以肯定如果巴菲特一直只按格氏的原教旨主义行事，今天很多人根本就不会知道世界上有这号人物，更别说把他当成投资的精神导师，巴菲特投资思想变迁过程是渐进性的，查理·芒格在此发挥了至关重要的作用，以下两段话分别出自芒格和巴菲特之口，可作证明。

芒格批评格雷厄姆投资理论说："格雷厄姆使用的方法，我和沃伦都喜欢，但格雷厄姆方法在那个年代适用，现在而言如果一家企业陷入危机，资产负债表上的东西也会随之消失；而且你无法完全撇开员工，将公司营运资本打包带走。另外目前类似格雷厄姆标准的'廉价股'也都消失了。"

巴菲特曾认为是芒格将其从格雷厄姆的理论中拯救出来，其说过："如同格雷厄姆教导我挑选廉价股，芒格不断告诫我不要只买进便宜货，这是他对我最大的影响，让我摆脱了格雷厄姆观点的局限，这就是芒格思想的力量，他拓展了我的视野。"巴菲特表示，自己许多见解是慢慢向芒格的观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点靠拢："我在进化，我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类"。巴菲特对此简单补充道："如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有"。

以我看《证券分析》对价值投资和安全边际的理解，和现在对这两者的理解已经完全不是同一个概念。安全边际虽然是格氏提出的，但现在已经赋予其完全不同的内涵，与格氏的理解已经有天壤之别。简而言之格氏所理解的安全边际是清算价值大于股价的程度，他考虑买入股票都是以如果公司现在解散自己可以分到多少钱为中心的，从某种程度上可以理解为 PB 小于 1，最好是有很多可以分配的现金是他最喜欢的。有一个案例说格氏发现某家公司账面有大量可分配而未分配的现金，而股价比每股未分配现金还低，格氏就悄悄买入，买够了之后就要求管理层分钱，理由是公司发展根本不需要这些钱，应该分还给股东，管理层当然没有听从，久而久之厌烦了就对格氏说："如果你不认同公司的做法何不卖出手中的股票?"但显然格氏没有放弃，而是联合到有足够的股权后杀进董事会，以此试图可以让管理层分钱但仍然未果，就诉诸公堂，最后管理层确实没办法只能分钱，这被当成格氏一次完美战例，但我可不这么认为，觉得太累了。

不要为了图谋上市公司账面资产净额而投资，那样做没有办法让你赚大钱。我想今天的人们没有那位朋友像格氏如此理解价值投资的吧，再说中美两国的国情确实非常、非常不同，时代也不同了，在时空上都没有可比性，照搬格氏的做法在中国很难行得通。《周易》告诉我们要以动态的眼光看待事物，在 2010 年的中国无论时代、地区与 1930 年的美国已经完全不是一个世界了。

当然不可否认格雷厄姆于投资界有如中国的孙中山、印度的甘地、南非的曼德拉、美国的富兰克林，巧的是格雷厄姆与富兰克林的名字都叫本杰明。也许我们今天要求格雷厄姆的投资理论百分之百地适合当下的中国资本市场有些过于苛求了，其实我们并非想向格雷厄姆兴师问罪，只是想提醒后来者注意：这可能不是一条通向价值投资的康庄大道。当然格雷厄姆式的价值投资作为原始形态的价值投资，我对其发表看法不等于对价值投资发表看法，这点首先要弄清楚，对价值投资我有坚若磐石般信仰的。

在这里我们只说出自己认为对的事实，用意绝对不是否定格雷厄姆，只是觉得投资者如果按照他的方向会走弯路，最后也不得不去纠正错误，而成本是十分高昂的，这点相信无须说明。我想巴菲特和芒格的话也绝不是否定格雷厄姆，而是批判性地继承与发展，这应该说是毫无疑问的。在价值投资上格雷厄姆和巴菲特的角色有点类似于摩西和耶稣，如果说格雷厄姆写了"旧约"，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么巴菲特就是写“新约”的人。

作为一名普通的投资者不建议去啃《证券分析》，但如果有志攀登投资价值峰顶，这本书却是无法绕过去的通顶之路、专业的投资者必读的论著之一，至少应该阅读五遍以上，这作为与第一段话的遥相呼应而放在最后一段，仍然要提醒的是，不要陷入格雷厄姆式价值投资的原教旨主义中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

74

费舍15个选股要点讨论

费舍在《怎样选择成长股》一书中提出了15个选股要点，应该说这15个选股要点是费舍对选择股票标准的总结，虽然说历经几十年的实践洗礼，但现在看起来照样金光闪闪，简单、实用同时考虑较为周全。今天看来这15个选股要点依然可以在投资中发挥很大的作用，对此我们先把调子给定下来，接着再按属性归类及讨论费舍侧重哪个方面，最后按我们的看法把15个要点按重要性区别开来。

费舍所提出的投资于成长型企业更符合我们所理解的价值投资内涵，从某种程度上说现代的价值投资内涵是由费舍提出的，可能他自己当时还没意识到这一点。注意这么说的意思并不代表我们完全接受费舍的投资方法，从他的论著中可以看出一定程度上他相信市场有效论，而我们更相信周期影响与市场常常发生矫枉过正的情况；从选股上费舍钟情于找到基本面向好，但还未被投资者发觉的公司，买入后等待未来盈利爆发性增长而获利，本质上是“找黑马”的心态，这点上与他认为市场有效相对应，显然这种选股方法也是我们所不认同的；另外费舍觉得找到好的成长型企业，什么价格都可以介入，理由是不能知道未来有无更好的买入机会，而我们对买入价格是非常在意的；其实还有很多与之不同的地方，只是并非现在所要讨论的话题。

费舍有自己的投资思想，这15个选股要点与他的投资思想是相对应的，而他的投资思想属于相对纯正的现代价值投资，与传统的价值投资方法相比，最大的不同是对净资产看法的不同，费舍并没有太过看重公司的清算价值，而是把目光投向企业的“软实力”，现在首先列出费舍15个选股要点之后再讨论其内在意义：

1. 这家公司的产品或服务有没有充分的市场潜力，至少几年内营业额能否大幅成长？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 为了进一步提高总体销售水平，发现新的产品增长点，管理层是不是决心继续开发新产品或新工艺？

3. 和公司的规模相比，其研究发展努力有多大的成果？

4. 这家公司有没有高人一筹的销售团队？

5. 这家公司的利润率高不高？

6. 这家公司做了哪些维持或改善公司利润率的举措？

7. 这家公司的劳资和人事关系是不是很好？

8. 这家公司的高级主管关系很好吗？

9. 公司管理层是否有足够的领导才能和深度？

10. 这家公司的成本分析和会计记录做得如何？

11. 是不是在所处领域有独到之处？它可以为投资者提供重要线索，以了解此公司相对于竞争者，是不是很突出？

12. 在可预见的将来，这家公司是否会大量发行股票，获取足够的资金，以利公司发展，现有持股人的利益是否因预期中的成长而大幅受损？

13. 在可以预见的未来，这家公司是否会大量增发股票？

14. 公司管理层是不是只向投资人报喜不报忧？诸事顺畅时口沫横飞，有问题或叫人失望的事情发生时，则“三缄其口”？

15. 这家公司管理阶层的诚信正直态度是否毋庸置疑？

粗略可以把这15个要点分成三种不同属性的方面：一是1点、2点、3点、5点、11点考虑的是产品市场前景；二是4点、12点考虑的是营销能力，这前两个方面可以看成业务盈利能力；三是6点、7点、8点、9点、10点、13点、14点、15点考虑的是管理水平。所以这15点总结起来就两大类：业务能力和管理水平，从公司盈利的角度而言，产品业务能力是直接的盈利能力，管理水平是间接的盈利能力，在费舍眼中这两方面结合起来，决定了一家公司的质地。

其中业务能力有7点占了将近一半，另外8条是体现管理水平的，同样占了一半多点，可以看出其更关注公司的管理水平，从长远看这更能决定一家企业的前景，应该说其侧重点更倾向于“软实力”，而不是硬性指标。同时也应该注意到有些问题带有很强的主观性，比如说第9条基本上没有标准答案，甚至完全取决于个人喜好，不过这其实符合企业分析规律，因为从来就没有可以用硬性标准区分企业好坏的方法，很多时候几乎就是依赖于眼光。

什么事情都有个轻重缓急，15个要点不需要一视同仁，应该有所取舍，因为再好的企业也不可能15个要点的答案通通让人满意，要抓出那些侧重问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题的答案令人满意的企业，再进行深入分析。正如以上把它们分成三个方面一样，我们还需要从另一个角度再把它们分成三个方面，分别是：侧重哪些？赞同哪些？不注重哪些？而理由是什么也必须说清楚，这样就能够把看似杂乱的15个要点在思维上给理顺了。

侧重哪些？

1点、5点、10点、11点、14点、15点。

从态度上能更好地说明为什么侧重这6个要点，我们喜欢业务有竞争力和管理层正直的企业，说白了就是一群可靠的人在经营一项未来盈利确定的业务，其实我们一直都在不停地寻找这种企业，然后等待股价合理的时候，机会出现就会大量买入，所以侧重点都是这方面的问题。

赞同哪些？

4点、6点、7点、8点、9点。

第4点我们觉得有护城河的公司是不需要费力去销售的；第6点好公司的成长不需要太过大费周章，而应该是顺理成章的事；第7点在投资中并不喜欢工厂类的企业，加上中美之间的差异，所以劳资和人事关系并非最关注的内容，从年报中也很难看出这方面的信息；第8点好公司换了谁当领导都能赚钱，只要不犯错就行，显然高级主管只要不伤害股东利益，他们的关系不要太亲密更好；第9点管理层的能力在有护城河的企业并没有品质正直重要，德才兼备“德”显然是放在前头的；所以这五点赞同但并非核心问题。

不注重哪些？

2点、3点、12点、13点。

第2点、第3点我们注重的是有核心竞争力，并成长确定的企业，不需要另外到处折腾就可以发展的，以产品暂时领先取胜的企业，不是理想的投资对象，再说即使“闲聊法”也很难确定新产品的市场前景，这具有很大的不确定性；第12条好公司的成长是相对具有确定性的，不需要费神去展望；第13条增发股票不一定就是坏事，要看具体情况而言；“不注重”并不代表不认同，应该说这四点对分析企业还是有用处的，但并非重要问题。

在使用这15个要点分析企业时建议可以用这个划分进行，先找出符合侧重要点的企业，再从中选出能满足赞同要点的，最后如果这些合格的企业又符合不注重的要点，那当然最好不过了，但不符合也没有关系，或者说不用全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

符合，也不会有企业在所有问题上都很理想，重点是找出能满足所侧重六个要点的公司。

这15个要点基本上问出了一家企业本质上的问题，从非财务角度考虑问题，带有感性认识和很强的主观性，而杜邦分析法从财务的角度分析问题，相对而言是理性和客观的成分居多。把两者结合可以拼凑出一家适合投资企业的模样雏形，当然还是很粗糙的一张拼图，但起码已经能晓得图案上画的是驴是马。只要准确无误弄清楚这15个问题再加上杜邦财务分析法，已经可以了解企业的一半了，这15个要点确实非常简单、实用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

75

外在价值与内在价值

在投资领域“外在价值”一词早已有之，但并不为人所乐道，基本上投资者喜欢把股票分成两部分：基本面和技术面，而实际使用中基本面一般指的是内在价值，这个说法也许没有大的偏差。有一次与一位朋友谈投资，自然有深度些的内容是基本面分析，谈着谈着他说对赣南果业重组过来的天音控股（000829）非常看好，首先不说我看不看好这公司或行业，马上问道：“重组怎么能算是基本面呢？”说这话时我心里把基本面等同于内在价值，前面清楚说过我不认为重组属于内在价值，但确实属于基本面的概念范畴，他反问道：“不算基本面算什么？”这时候我也反应过来了，就说：“算基本面但不是内在价值，是外在价值。”具体对于天音控股而言，可以说手机业务的基本面是其内在价值，但由农业转变成通信业实则是“外在价值”。

对“外在价值”这个说法我自己很以为然，不过到百度一搜，有人提过这说法了，话说回来那个词汇在百度一搜是空的，详细一看好像没有人提出与内在价值相对应的这个意义，在金融上外在价值有种说法是期权价值与内在价值之间的差额，并无其他了。为什么要在这里单独开出一篇讨论外在价值？主要目的还是为了区分开与内在价值的不同。我们试图给出一个准确的定义，但发现实际上很难办到，若说主营业务范围是内在价值，其外是外在价值总是觉得有些勉强；若说过去的业绩表现是内在价值，未来的预期是外在价值那更是谬误；另外也可以说未来确定性很高的是内在价值，未来预期不确定的是外在价值。三个说法无论哪个都很牵强，这样试图一刀切就像八卦图准备一刀把黑白分开一样，你中有我、我中有你的属性，使之成为不可能完成的任务。

所以只能说内在价值之外是外在价值，外在价值之外是内在价值，说了等于没说的一句话，其实也不尽然，起码也说明了内在价值和外在价值共同构成了企业的基本面。本篇的目的就在于此，想表明企业的基本面不全是内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，而我们关注的恰恰是企业的内在价值，所以要注意掺杂在企业基本面上的外在价值，而由于其往往更显而易见，故而有明显外在价值的股票更能开涨，涨幅是以倍数来计算的，特别是小盘股，盘子小也可以认为是一种外在价值。

至此明确了外在价值是与内在价值相对应的说法，没有一条简单易行的原则可以把外在价值和内在价值区分开来，故想了解什么是外在价值，必须先弄清楚什么是内在价值，我想这方面以前已经说得够明白了。简而言之内在价值就是公司本身具有的价值，可以比较客观地表现出来。而相对的，外在价值最大的特点集中表现在投资者的主观看法上，有时候某只股票质地非常差，但却有十几甚至几十倍的 PB，多数就是外在价值支撑下炒作的结果。

对任何事物形成看法，肯定得先有一个由头，所处行业或地区、新投资项目预期、重组概念、国家政策等都有很大的成分属于外在价值，接着就是乐观的预期产生对美好未来的憧憬，这时候很多人就会买入，买入的人越多上涨得越高，就会带动更多的资金加入这场游戏，势必这时候已经演变成炒作，炒作到疯狂的地步大家就都在“搏傻”了。

可见外在价值很多时候是投机炒作的借口，倒不是说它是价值投资的敌人，只是应该警惕掺入太多这类“价值”到估值中，要把两者完全厘清非常困难，但应该尽量这么做。因为如果估值充满外在价值的水分，这些水分会毫不留情地腐蚀安全边际，安全边际又是投资的原则底线。换句话说外在价值由于在区分上没办法和内在价值泾渭分明，而我们在分析基本面的时候，目的只为内在价值，外在价值这时候变成是阻碍看清内在价值的麻烦，要解决这个麻烦必须深刻理解两者的区别。

在两者的关系上可以认为外在价值是对内在价值的透支，因为这些由于乐观预期而买入股票的人，已经认为公司现在的业绩不重要，重要的是兑现这个外在价值，而外在价值的兑现就会变成内在价值，没有兑现而股价上涨等于在透支内在价值，这个时候外在价值已经代替了内在价值；但也可以认为是内在价值的延伸，从广义上的内在价值如果说涵盖外在价值那也无可厚非，但我们坚持认为有必要将它们区分开来，很大的理由就是外在价值没有确定性和客观标准。

从属性上看，外在价值以个人喜好为标准，主观性相当强烈，而内在价值以相对客观的事实为依据，基本上不同人对其意见相对一致。恰是因为外在价值有强烈的主观性，这也为投机炒作留下广阔的想象空间，“饼”可以画得很大，甚至天马行空的发挥想象力，问题在于现实和理想总是有差距的，不想投资失败最好的办法是尽量保守一些，给自己多留几分余地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话说至此，感觉好像对外在价值与内在价值有一定的了解，但又好像模模糊糊不是很清楚，或许它就应该是这样吧，其实本篇的目的至此已经达到，就是说明基本面不等于内在价值，除此之外还有外在价值，要警惕它在基本面分析上所带来的不确定性，这一篇的话也基本上算说完了。

最后需要强调的是我们并不排斥外在价值，相反它有时候反而有益，在好业绩的支撑和行业有乐观预期下，投资者对未来充满信心，股价上涨更有动力，自然会为投资者带来更多的超额收益。不可否认这个说法有投机的成分，以前说过在实际投资中没有纯投资或纯投机，就算有也绝非好的投资理论；必须是阳中有阴、阴中有阳才能生生不息，我们也从来没有说过自己是纯价值投资，也不希望是这样。正是由于这个观点使得我们可以接纳外在价值，什么事物都不会只有单面的，外在价值也许会扰乱对企业的分析，但也可能会对投资业绩带来助益。其实这里有一个两全其美的办法，在投资上只以内在价值为分析标准，内在价值决定是否进行投资，而外在价值我们把它理解成附送的赠品，有好的外在价值当然不错，没有也无所谓，这样在确保安全边际不缩小的前提下，有时候可以得到额外的好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

76

让投资成为一种生活习惯

其实此文的观点是第一篇的，可以视之为“浓缩版”，但也不尽然是一样的内容，一来所讨论的主题就不完全一样，二来离写第一篇到现在已经有一年光景了，毕竟这一年来自己的投资思想也有或多或少的变化。当然本质上的东西是不会变的，变的只是外在的东西，或者说优化具体的操作方法。这里所指之“投资”自然是价值投资，把这种价值投资的性格内化，成为一种几乎自然的行为方式，表现出来就是投资习惯，确切来说是一种价值投资的习惯。

前些日子我看中某款智能手机，原来的手机已经用了好多年了，功能简单就不说了，手机本身设计有缺陷，质量和工艺都很差，常常没信号、电池不耐用，还击坏了好几张 SIM 卡，甚至手机不能设每天闹钟，只能天天睡前设置，忘了设明天就不会闹，或记得设有时候也不会闹等等很多问题，这款手机就是诺基亚 6270，已经到了不得不换的地步，这两天才去买了新的手机，我对这些方面要求都不高，一般不到万不得已是不会换的，衣服、电视、手表包括手机都是如此。有朋友问为什么要等这么久，我说：“最近比较忙，还有前阵子股市在下跌就没买了，最近不是又反弹了么，就去买了。”在下跌的时候机会随时可能出现，我要留着每一兵一卒随时准备出击，说这话的时候我是完全不自觉的，当看到他困惑的表情才想起我的话不合乎常人“逻辑”。这位朋友不是投资界人士，但平时也炒炒股，多少知道“买涨不买跌”这种炒股道理，我还得向他解释一番才算过去了，这样的习惯存在于身体的每一个细胞。

在第 7 篇文章巴菲特语录中随便摘得以下三句话：

投资对于我来说，既是一种运动，也是一种娱乐。

吸引我从事工作的原因之一是，它可以让你过你自己想过的生活。

我所想要的并非是金钱，我觉得赚钱并看着它慢慢增多是一件有意思的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特喜欢金钱游戏，他也的确一生都在以赚钱能力证明自己，但可以肯定的是他从来没有让这种欲望占据自己的理智，他从事投资的所有行为一定是按照“巴菲特法则”来的，任何不符合他法则的情况，他都会毫不犹豫地选择回避。在这种生活方式中他找到了自己的价值，在这个财富游戏里永远乐此不疲，我们都知道生活中的巴菲特是非常节俭的，排除工作和交际上的开支后，每年100万美元应该可以满足他的物质生活所需，但他永远乐于以自己的性格从事投资，聚拢了永远也用不完的巨额财富，最后把这笔财富都捐赠出去；假设他可以从头活一次，我想他一定也会选择过这种投资生活方式，原因就在于它所带来的乐趣比带来的财富还要大。

我的人生经历虽然算不上沧桑，但也并非一路平坦，有时候想想觉得自己真的很幸福，我喜爱投资，我的生活中也在进行着这件事，至少在我想进行投资的时候就可以，不想的时候可以去红树林看日落，吹吹海风真是好不惬意。有一个现象很奇怪，我很多“革命性”的想法是在这种远离投资的时候产生的，而非盯着大盘看的时候。如果它只是一种工作，或许我也会喜欢它，但它远远超出工作应有的概念范畴，已经成为我生活中的一个习惯，起码我乐于从事这个游戏，“从事游戏”听起来很奇怪，可却很贴切，事实好像也是如此。

投资可以成为谋生的工具、致富的手段，但绝不仅仅是一份工作、一个行业，最本质上讲我觉得它是一种兴趣。很多人喜欢当评委，问他为什么也许都答不上来或不好意思回答，我觉得也许就是想发表自己的意见，以自己的眼光去评判别人，选择符合自己喜好标准的选手，这种心理应该说人人都有，只是表现的方式不同，我个人表现在对股票的评头论足上。

毫无疑问兴趣当然属于生活，投资对于投资者很类似高尔夫对于高尔夫职业选手，你去问沃伦·巴菲特投资对于他的意义，他的回答应该跟上面这三句话差不多，你去问泰格·伍兹高尔夫对于他的意义，我相信他不会回答“这只是我赚钱的手段”，他肯定对高尔夫球有极浓厚的兴趣，不出于灵魂的喜爱不可能成为最伟大的高尔夫球手，当然天分是非常重要的，有些事强求不得，这也是老祖宗的智慧。两者类似点还在于大多数人在这里面都是赔钱的，区别在于从事投资的人本来都打算要赚钱，而大多数人打高尔夫球本来就是消遣娱乐，并不指望能够从中赚钱。

作为投资者正确的做法应该把投资当作生活中一件有趣的事来对待，慢慢培养对它的兴趣，而不只是一种赚钱的手段，而且希望是短期暴利式的致富，这种不符合现实的想法老天爷是不会给予回报的。随着兴趣的产生加上价值投资性格的锻造，时间长了自然而然就变成一种习惯，那财富的稳步增长就是确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性的事了，这种回报是长期而且效果是间接的，直接就奔向钱去往往适得其反，只能是镜中花、水中月，没有什么实际意义。

我们家以前有一户邻居很喜欢鸽子，视鸽子比他的命还重要，他比我年长 10 岁，村里人都叫他大头。其实在旧宅子时我们并不是邻居，当时我还很小，可自打我记事起他就在养鸽子，能清楚记事大概 5 岁起吧，即是说他最晚 15 岁就开始养鸽子了。最开始的时候按理是出于兴趣，后来村里分了宅基地自家造房子，我们两家刚好分到了一块，来到新房子做了邻居，他依然喜欢养鸽子，这时候我已经 15 岁了。一直都不明白他为什么干这么吃力不讨好的事，后来听说他的鸽子参加比赛，每年能挣 25 万元以上的纯收入，比赛得奖的鸽子产下的蛋就很值钱，我才知道这不只是他的兴趣，可最开始的时候应该只是出于兴趣；到现在又过了十多个年头，他依然把鸽子当作他的副业。

这跟投资不是很像么，最开始接触股票的时候，如果以兴趣而不图回报，时候到了自然就会赚钱的，大头也一定不会抱着今天开始养鸽子，明天赚 10% 这种想法，他在 15 岁可能已经下决心这是一辈子要干的事，由兴趣所致到带来回报是间接的过程，如果你做投资只关注今天赚多少、本周赚多少、本月赚多少，那么你的眼光还不如一个 15 岁的孩子长远，别说养鸽子和做股票不一样，其实本质上是一样的，说到底都是为人处世态度的延伸。

他养鸽子这些年我们家的鸟毛和鸟粪少不了，前些年禽流感肆虐的时候也比较担心，但左邻右舍大家关系又非常好，总是有来有往的，逢年过节都会相互送点茶叶、挂历、陶瓷什么的，这样的关系也不好意思开口说啥，也非常清楚说了也没用，他爹也曾让他把鸽子弄到旧厝可他不从，在这种情况下大家也只能听之任之了。反过来看股票是“无公害”资产，而且价值投资起着平衡市场的作用，百分之百绿色经济，大家都在买的时候让别人买了赚钱，大家都在卖的时候帮着接盘，现在社会上这样的活雷锋已经不多了，价值投资这一小撮傻瓜就是。

我觉得做投资如大头哥养鸽子才是真正了解投资的内涵，人们不老是说兴趣是最好的老师么，让投资生活化使之成为生活中的习惯，当然这个投资得是真正的价值投资才行，如果投资思想不正确，那一旦成为性格将祸害终生。有些朋友说忍着被套，我一直很奇怪为什么要忍着呢？我的习惯就是喜欢被套，没事到处找机会渴望能够被套，忍着只能证明你是在强迫自己做价值投资，对这件事根本不喜欢，确实是很累人的，这个说法在以前强调过无数遍，但很多人永远对它视而不见。为投资所累影响到生活品质那真是得不偿失，劳心劳力从来都不是投资的本质，这是投机者典型的特征，现在是时候还给他们了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

77

座右铭：简单实用就是好

我是个实用主义者，虽然有点浪漫主义情怀，那也是没事自个自娱自乐的，说到正经事上从来都是以简单、实用为原则去指导实践，意识形态是一个人思想的负担，也是偏见滋生的温床，我喜欢以能否有效解决问题为判断一个方法好坏的标准。想有效解决问题，那方法在道理上必须说得通，这还不足够，实际可操作性又是有效与否的根本区别，就像 DCF 就是理论完全、实践玩完的例子。

无论你以后在做什么事，请永远记住：复杂事情简单化是人才，简单事情复杂化是庸才。真正有能力者都懂得把复杂问题化解掉的本事，在科研和管理上表现得尤为明显。你可以观察一下开会的时候与会者的争论，很多情况下根本看法是相同的，只是问题被复杂化之后，在做法上大家有不同的看法，有些时候只要找出共同点，事情往往就很好解决了。所以不需要急躁，先坐着听听各方的意见，综合了之后再发言，往往能让别人对你的看法大为改观，这是成熟、稳重、自信的表现，无休止的争论细节没有意义，先把原则性的大方向定下来，其他的再慢慢谈，这就是复杂事情简单化的例子。

好的领导就会这么做人做事，开会时除了原则性底线要亮明白外，一般都不会第一个发言，因为在中国领导是“权威”的，作为领导第一个发言那态度基本上就等于给所要讨论的事情定调了，有不同意见的人肯定也就会沉默寡言。而领导不首先发言的好处就是可以让大家畅所欲言，往往会场气氛也会好很多，而领导一开口讨论气氛也就到头了。只有先听然后再总结各方发言的立场和观点，就很容易找出共识，最后大家通力合作把事情办好，毕竟开会的目的是为了解决实际工作中遇到的问题，而不是借题发挥打压对手，甚至以图升官发财，当然这句话只针对想干实事的公司。

解决问题的方法越简单往往越有效，问题能简单地解决就不要让它复杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，不能很简单地解决就力图控制它复杂的程度，让它尽可能的简单；从 A 点要到 B 点最简单和有效的方法是走两点之间的直线，没办法走直线才需要走一点弯路，但也应从中选择弯得最少的那条路，再考虑到路况之后会选择两者折中最合理的路线。做任何事情都应该这样，容易想清楚的事情不容易出错，控制复杂是解决问题的第一原则，复杂是由各种简单组成的，在做法上要用简单化控制复杂，而不能用复杂化来解决复杂问题，把复杂的问题再复杂化的做法，最后只能是一塌糊涂。

这也许是性格的原因，有时候看到有些人在很杂乱的环境下做事，感觉也是挺佩服的，我做事情就没办法在无规划下进行，一定是井井有条、有条不紊的来，说白了就是现场应变能力差吧。天秤座很害怕繁杂的环境和事物，喜欢简简单单的事与物，审美上也喜欢简约风格，就连衣服都很少有张扬的，当然这点也完全表现在投资上。

我们要弄清楚做事情是为了解决问题还是制造问题，任何复杂事物的解决，无一例外都是靠简单化的方式。模块化思考方式是种好习惯，把事情分而治之，从复杂的事物中分离出简单的小问题，逐个解决最后就可以解决大问题了；不过这种思考方式也有很大的局限性，容易使人陷入死板，这就要求不能只从这一种思考方式想问题，但其不失为一种解决复杂问题的好方法。

也许各人的性格不同，也并非说喜欢简单的审美观就一定好，但是在做事上应该遵从这一原则，可以让我们把工作做得更好，投资上更是如此，我从来没有见过一个“复杂的人”能在投资上赚到钱的，就像以前说过，那些在宏观经济上说得头头是道的人，炒股都是亏钱的一样，往往越能说的人就越能亏；显然我们的目的是为了赚钱，而不是复杂甚至神秘化后让人“膜拜”，而这只能是简单制胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

78

章鱼保罗与投资

章鱼保罗在 2010 年随着南非世界杯大热红遍全球，大家都被其神奇的“预测能力”所折服，据网络资料显示：章鱼保罗全名保罗·爱伦，2008 年出生于英国的多塞特，在德国长大，现在生活于德国的奥博豪森海洋馆，世界著名先知，伟大的动物预言家，最爱食物为贻贝。保罗在南非世界杯上已经成功“预测”了德国战胜澳大利亚、加纳，输给塞尔维亚的小组赛赛果；在世界杯 1/4 决赛中，预测德国队将击败阿根廷队，7 月 3 日晚上，德国对阵阿根廷，最后确以 4:0 战胜了阿根廷队挺进四强；紧接着又预测准确德国对战西班牙 0:1 告负，然后又成功预测德国 3:2 击败乌拉圭，最后又成功预测了西班牙 1:0 战胜荷兰夺得世界杯冠军，南非世界杯章鱼保罗预测准确率 100%，八场全中。

在世界杯开赛之前我根本不知道有“先知”保罗，当时就在新浪的博客、微博还有 QQ 上都选择支持德国战车，为什么选择德国队有以下三个简单的理由：一是从它的小组和 16 强有可能遇到的对手分析，其胜出的几率比较大；二是我个人喜欢防守风格硬朗的球队，足球风格保守虽不好看但却很实用，且德国队近几年已经在进攻上有长足进步，先摆出“铁桶阵”让对方轰炸，等到看出对方破绽或焦急，机会出现后进攻就像一柄利剑直刺对手心脏；三是从赛前一些报导看该球队的状态不错，虽然是后生但令人生畏，高头大马、斗志昂扬又不乏比赛经验，很明显他们到世界杯赛场上就是为证明自己的。

可惜最后我输给了章鱼保罗，不过绝大多数事情都有运气的成分在其中，有时我们不能只看成败，要看过程才能了解事实。对于足球我是外行人，可我觉得自己比章鱼保罗靠谱，我支持德国队起码有以上几个看似合理的理由，而它完全是靠蒙的，没有任何逻辑可言，运气成分是 100%，从这点上说我当然要比章鱼保罗靠谱。

章鱼保罗世界杯比赛期间“预测”了八场全中，概率为 2 的 8 次方即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1/256，从概率上并不是不可能的，尽管也不算大。相比中彩票的概率要大得多，彩票每年都有许多人中，怎么没见有人说神奇。从理论上说如果有256只章鱼，同时对8场比赛进行“预测”，最后应该会有一只章鱼八场全中，当然这只是理论上的说法，256只章鱼没有一只八场全中的概率是（255/256）的256次方等于36.72%，实际上有可能1 000只章鱼都再也出不了一只保罗，理论上1 000只章鱼没有一只八场全中的概率是（255/256）的1 000次方等于2%，我们这么说的意思是这不神奇，1/256的概率并不渺茫。

无论是8场、80场、800场，每次下一场比赛章鱼保罗都可能继续猜对，也可能会猜错，每一次对错的几率都是1/2，因为它没有分析能力的，本质上与掷硬币没有两样。你可以试着拿一枚硬币掷256回8次，其中应该有一回是全正面或全反面的，需要说明的是这个“应该”不能理解为一定有，只能说道理是如此，当然同样也有可能掷1 000个8次也没一次全是正面或反面的，要不然就不会有运气一说了，我们中国人理解为听天命，这种尽人事、听天命、不强求的人生观是很了不起的。

以前我们说过基本面分析很大程度上是根据过往的业绩表现，那么章鱼保罗的“业绩表现”无可挑剔，是不是意味着根据章鱼保罗的“预测”下注是投资呢？答案是否定的，很多人肯定觉得这是偏见，事实上不是的，区别就在于上市公司业绩表现有“记忆能力”，好公司以往的表现会在将来有同样甚至更好的表现，虽然一家好公司也可能变差，但整体上的好公司属性是相当稳定的，这个观点以前也强调过许多次；相反章鱼保罗的“预测能力”则没有“记忆能力”，每次都是从零开始的，每次新的开始都是1/2的对错几率，本质上等于赌博。假设有客观依据证明章鱼保罗确实能做到3/5的正确率，从长期下注的角度有了一定投资的性质，但本质上依然是投机，如果只下注一次，那么就连这点投资的性质都没有了。

每一场根据章鱼保罗的“预测”下注，都像在赌场买大小，中的几率都是1/2，是彻头彻尾的投机赌博，而如果根据各国球队强弱分析下注，反而从属性上有了投资的味道，但本质上都是投机。足球的魅力之一，就是实力再悬殊的球队比赛都有悬念，永远没有肯定能赢一说，所以经不经过分析只是100%投机和99%投机的区别罢了。今年的世界杯就是冷门、黑马频出的一届，足球比赛存在很大的不确定性，时间越长不确定性越大，十年时间一支好球队可以变差，一支烂球队可以变强，中国男足除外。股票虽然一两天的波动也是随机的，可基本面从长期决定着股价的走势，公司的基本面是可以分析清楚的，投资一家好公司可能存在失足的可能，不过十家好公司十年之后的综合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果是可以确定的，记住这句话，十分重要。

故此章鱼保罗无论再如何神准，本质上还是投机，当然这与它没关系，是人们用它在投机，当作消遣娱乐挺有意思，但据此下注从本质上却是赌博。前些天新闻中据说真有一朋友，看了章鱼保罗的神奇后，到水货市场买了只章鱼来“预测”股市，妄想从中发财，结果却被套牢了，世界之大真是无奇不有。这自然与投资扯不上半点关系，让投资的归投资，保罗的归保罗吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

79

价值投资由用心模仿开始

书是人类传承精神财富最重要的载体，按理说看书应该是最好的学习方式，但在价值投资上，我却一直抱着怀疑的态度。尽管自己也写，但对于能发挥多大作用，在文章中多处表现出狐疑。确实我想把对价值投资的理解写出来，从文章的效果看，也确实基本把原意表达到位，能反映九成心里的看法。可能对学习价值投资会有一定帮助，但是不是能在本质上改变一个投机者，能改变多少个？关于这些问题的答案，悬乎也。

这么说不代表否定自己写作的意义，更不是否定价值投资类书籍的作用；本人一直较为推崇美国那种案例式的教学模式，非常具象，很容易记忆，也许在学习投资上，这种教学模式能达到事半功倍的效果。价值投资我的学习经验是：多用心体会；投资很多时候是一种感觉，无法用教条式的“戒律”规范。股票跟女人很相似，谁都能说出标准美女五官和身材的标准，但放到实现中，也许就不是这样了，有些女人五官很标准，但看起来总有“刻意”的感觉，有些女人五官分开看都不出众，但整体看上去很顺眼，有一种说不出的舒服。此时就面临是按标准还是按感觉来评判的尴尬了，我会选择顺从感觉，或许她确实并不太符合美女的标准。价值投资书籍也是如此，可以给出“标准美女”的样式，但却不一定是实践中最正确的。

我读投资类还没读会计类书籍花的时间多，因为会计泾渭分明，是便是、非便非，但价值投资更多的是塑造性格，现在能想得起来读过的投资书籍，除了几本经典外，就是一些零零散散的内容。我读价值投资的书不喜欢从头到尾读，基本拿起书来先看是谁作序，然后就是看目录，找到自己认为重要的内容，打开后依然是跳读，除非到了觉得很重要的内容，才会一字一句地精读，所以很多书拿在手上的时间都在两天内，好像在问这些书“你的投资理论是什么?”仅此而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我已经有自己的投资思想，具有相对的封闭性，怕别人的投资著作会冲击到我的投资思想，所以看投资书很多只限于了解层面，不会太过深究其理，特别是偏向思想性的著作。对于新的投资想法，肯定不会贸然接受，要经过反复的论证，小心翼翼的吸收，这几年最大的吸收就是对成长性的肯定和接受，把成长性慢慢融入自己的投资思想中，包括在估值方面受其影响巨大。这跟开始学习投资读《证券分析》有关，其根本上忽视成长性对投资的作用，如果读者接受格雷厄姆的那种思想，你的价值投资只能"捡烟蒂"，而一旦形成固有认识，改过来可能需要好些年时间。

现在你最大的疑问肯定是没有博览群书，投资思想如何形成？这简直是痴人说梦、天方夜谭。现在告诉你"秘诀"所在，就是模仿。先在心中树立一个百分之百为之折服的投资大师，然后用心去模仿他，站在他的角度努力体会其感受，通过他的投资案例细心揣摩，这个人可以是任何一位投资大师，也可以是你身边接触得到的投资者。投资上我以巴菲特为偶像，很多人以为我肯定很了解所有投资大师，事实上我了解的也许并不比你多，但我相信自己很了解巴菲特，甚至觉得真正读懂他的人在中国广东深圳。

你也可以把巴菲特当成自己的偶像用心去体会，甚至想象自己就是巴菲特，在看待投资问题上努力模仿他，慢慢地对他就有感觉，而后对价值投资自然而然就有感觉，直至形成自己的投资思想，这是一个递进的过程。直到某一天脑子里突然掉进估值方法，眼前呈现出估值的整个过程，也许会在晚上睡不着，起身把整个思路一五一十地写出来，生怕睡醒给忘了，而后好几周脑子里全是估值方法的逻辑思维，整个企业在脑中完全立体地显现出来。对估值的认识是突变的过程，也许是量变直到引起质变吧，价值投资这一步的阶梯跨度较高，当山重水复疑无路之时，再坚持一下就柳暗花明又一村了。

当然，我也不敢保证这样做就一定能成为价值投资者，这跟性格有很大关系。也许从我的眼光去理解巴菲特，所以觉得跟他的性格很像，也许确实像，谁知道呢。毫无疑义的相似点是喜欢简单，讨厌复杂的不确定性，对物质需求容易满足。法利赛律法师曾问耶稣："夫子，律法上的诫命，哪一条是最大的呢？"耶稣回答他："你要尽心、尽性、尽意，爱主你的神，这是诫命中的第一，且是最大的；其次也相仿，就是要爱人如己。这两条诫命是律法和先知一切道理的总纲。"在学习投资上正是如此，模仿投资大师是个好主意，只是我们千万不要造神，中国人在这上面吃的苦头太多了，只是这个民族好像永远不会吸取教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80

在希望的田野上

关于对信心的讨论，在第六篇已经说得很清楚了，重复内容从来不是我们的风格，追求以尽可能简洁的文字把问题说清楚，所以在这里就不重复那部分论调了。只想更强调一下机遇，我们每个人一辈子都会有许多机会，但能够抓住的机会却是寥寥，其实也不应该苛求自己试图抓住每一个机会，我的建议是抓住大机会，你的人生就将走得更长远。纵观古今中外成功人士，无一例外都是在人生关键的转折点上，1～3 次正确地把握到天赐良机，但多数人一生中却总是小错误不断。

机会和机遇的不同在于，后者更具有决定意味，比如说“机会来了”和“机遇来了”，前者可以用在任何你希望达成的事情上，而后者一般用在错失就难有第二次的重大事件上，所以我们会说历史机遇，从来没有人说历史机会；另外，机会带有些许投机色彩，而机遇更强调时不我待的历史契机性，抓住是负责任的，抓不住是罪过。

中国投资者现在所处的时代背景，正是千载难逢的历史机遇，17 世纪现代商业模式和金融成就了荷兰，18 世纪蒸汽机导致的工业革命成就了英国，19 世纪生产力和海洋贸易的发展使得列强争霸，世界秩序被重组，20 世纪科技和金融创新成就了美国，可以说它们的强大，都是因为引领世界发展的潮流，而后自然而然形成的，是名副其实的“三个代表”，21 世纪中国凭借对内施行原始资本主义、对外采取重商主义的道路复兴，虽然“文明世界”有些不适应，但他们必须接受这个事实。

当国人还在以国界、种族划定你我的时候，人家已经以价值观在区分彼此，自然这个“进化”的程度不可同日而语；但从投资者的角度这个并不重要，重要的是中国复兴的历史巨轮前进不可阻挡，这才是我们所关心的。处在这样一个历史关口，我们现在就像 20 世纪 50 年代的美国，当时的美国社会各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种思潮此起彼伏，社会运动也是风起云涌，黑人反压迫、妇女求解放、社会讲公平、经济在改革，国际形势也像天气一日三变，在文化界和中产阶级，甚至社会主义思潮在蠢蠢欲动，这些都是伴随着经济高速发展出现的，就像一个穷光蛋变成富翁，他本身不可能没变化一样正常，当下的中国不正处在这样一种巨变当中么?

如果我们相信确实如此，那21世纪的中国就是20世纪的美国，巴菲特从某种程度说是美国成为世界超级强国历史背景下的产物，那么“巴菲特二世”理应诞生在中国。我觉得在这样的时代背景下，作为中国投资者是幸运的，但有一个前提，就是得做价值投资者，而不能是投机者，对于投机者无论在任何市场都一样，他要的只是“波动”，波动无论在哪个市场都会有的。

改革开放30年，中国的发展日新月异，但千万别以为已经到了强弩之末，应该说只是刚刚进入状态，你想想刚过而立之年的男人，事业只是刚起步，而中国的开局无疑是非常漂亮的。故此，在我们的理论中认为，只要坚定信心走价值投资道路，财富之门会慢慢向你敞开；你也许成不了沃伦·巴菲特，但在价值投资的指引下，只要有正确的财富观，金钱会为你的一生过得富足、美满提供物质保障，但人过得幸不幸福很大程度上取决于自己的内心，快乐从来不与拥有的财富成正比，它们是正相关不假，可并非直接对应关系。

这个世纪是中国的世纪，外媒起了个非常形象的名字——龙世纪，东方巨龙已经开始腾飞，这是无法否认的事实，纵观古今中外任何时代，如果当下的中国都不能算“希望的田野”，那这个说法存在就没有必要了，需要强调这仅仅只针对经济层次而言。我们不奢望成为“巴菲特二世”，但确实现在的历史机遇千年未有，“龙世纪”是铁一般的事实，如果能实现社会公平、公正，那将会“利好”每一个炎黄子孙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　　记

林某没多少保留地把对投资的认识写了出来，如果你全看过并理解，相信应该有一定投资水平，倒不是因为从《雪球投资》中学得，确切地说可以与你就投资进行讨论的，鄙人只有这水平了，不过对实际投资还足够应付的。当然还有很大的提升空间，吾辈只是一凡夫俗子，也许平生能理解到的境界也就如此罢了，或许阁下不满足于此，想要更上一层楼，我欣赏这种追求卓越的精神，不过对投资实际助益有几多，我却认为不得而知。

毕竟学无止境，不断进取的积极心态是值得肯定的，不过也许像以前所说的吧，我们不认为投资是独立于人性存在的，事实上其是为人处世态度的一种延伸，对自我的认识很大程度上决定了这个人是怎样的投资者；基于这个认识可知，应该跳出投资学习投资，其实本人对很多事情都感兴趣，国学、高尔夫、登山、摄影、钓鱼、潮流、养生之道等，投资只是其中之一，所以肯定不会占用我所有时间、精力。实际上有时候我会连续几周没怎么关注股市，可能只是看看财经新闻和收盘情况；比如这几天就被一本心理学的书给吸引住了，连续几天仔细地看完，但有时候会长时间认真研究公司年报，无时无刻在想关于投资的事，包括睡觉时突然灵机一动，马上爬起来开灯把想法写下来，在我的床头边上常常放着记事本，躺在床上的时候思维总是很活跃，容易有好想法出现，可这个习惯不是很好，容易导致失眠。

本书至此已可付梓，总算是圆满完成任务了，终于可以大大的舒一口气，有种释重负的感觉，可能出于对“作品”基本还算认可吧，但距离满意还差很远；追求完美的性格可以增加责任感，把情事做得更好，这是正面的地方。但有时候却会走进吹毛求疵的死胡同，使自己整天对很多现状不满意，成为不快乐的一大“生产基地”，打算改掉这个习惯，让生活过得轻松些，这才是内心真正想要的。

本来准备三个月时间把《雪球投资》写完的，谁知道用了一年，早知道要写这么久，也许就不会写了；偶尔写写东西满惬意的，但长年累月为一个主题写

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，却是一件辛苦活儿；很多东西都是内心的感受，作家们端坐在电脑前打字，不见得就一定比农民工户外作业轻松，其实谁都不容易。只是现在很多作家流水作业交文字糊口，只要能换钱就好，写出来的东西好坏不要紧，那么“写作”就真是件轻松事；我并没有看重脑力劳动、轻视体力劳动的意思，两种劳动都同样重要，只是说不流汗的劳动不一定就轻松，当然这话也适用于投资上。

想起当初会笔耕《雪球投资》，一方面是渴望把肚子里的“才华”挥洒出来；另一方面也希望能够帮助想学习价值投资的朋友。因为我发现很多人不是喜欢投机，只是除此之外不知道如何是好，包括很多技术分析高手，跟他们聊天的时候，谈到基本面或财务时，许多人都不由自主的吞口水，内心的不自信是没办法完全掩饰的。他们一般不会直接说价值投资不行，因为铁的事实摆在那里，价值投资肯定行，所以一般会说在中国价值投资行不通，潜台词是“我不是不懂价值投资，是价值投资不适合中国股市。”当然在跟别人聊天的时候，还是要给人家留点面子，不要当场拆穿他，心里知道就行。

另外，有一点当初没想到的，在写作的过程中，我结识到许多志趣相投的朋友，为什么这里不用“志同道合”？也许一年前我会用这个词，但现在我对投资的理解更加“生活化”，不想在此解释“生活化”的具体意思，如果你从头读到现在，肯定会懂的。我真的很感激这帮朋友，是他们的支持与鼓励给了我信心与勇气，也是他们让我觉得辛苦笔耕是值得的。如果没有读者就没有作家的写作，写作也失去意义，我的想法跟他们一样，所以感谢这一路有您相伴，我的挚友。

最后一刻我想说的是：你就是你，独一无二，没有人可以取代，你应该为自己感到自豪。我们降生的本意是要过幸福、快乐的生活，失败、沮丧、怨恨从来都是我们内心的敌人而非朋友，不要为别人的眼光而活、不要为环境而活，而要为你自己而活。这个是经历过“生活”之后，我得到的最大人生体验，说到根本上就两个字——自信。现在每天无论多忙、多累，我都会抽出一点时间，独自一个人，这段时间完全属于心灵，会跟它开诚布公的对话，彼此之间肝胆相照。这跟人格分裂是两回事，我们现代人太注重眼睛看到的外在世界，却很少关心内在那双眼睛看到的，甚至对它不信任，试问你连自己都信不过，还能够信任谁；信任自己是建立自信的前提，而自信是人生成功的前提，“做人要自信”是我能给你最好的忠告，此刻与你分享，望共勉。

林　起

2010 年 10 月 1 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个价值投资者的股市札记·一个价值投资者的股市札记·一个价值投资者的股市札记·

雪球投资

Snowball Investment

责任编辑 周国强　　封面设计 鲁 筱



ISBN 978-7-5141-0053-2
定价：39.80 元